

Universidade Federal de Santa Catarina

BRUNA MOREIRA DE DEUS

Um Estudo sobre o Desempenho Econômico de Empresas que Implantaram Centro de
Serviços Compartilhados em suas Estruturas Organizacionais

Florianópolis, 2015

BRUNA MOREIRA DE DEUS

**UM ESTUDO SOBRE O DESEMPENHO ECONÔMICO DE EMPRESAS QUE
IMPLANTARAM CENTRO DE SERVIÇOS COMPARTILHADOS EM SUAS
ESTRUTURAS ORGANIZACIONAIS**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Dr. André Alves Portela Santos

FLORIANÓPOLIS, 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,5 a aluna Bruna Moreira de Deus na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. André Alves Portela Santos
Orientador

Prof. Gilson Geraldino Silva Júnior

Prof. Wlademir Prates

*“Quando penso que cheguei ao meu limite
descubro que tenho forças para ir além.”*

Ayrton Senna

AGRADECIMENTOS

A Deus, por ter me guiado durante todo o caminho até esta conquista.

Aos meus pais, por todo amor e apoio em todos os momentos da minha vida, por me proporcionarem condições para o meu desenvolvimento acadêmico e pessoal, e pelo constante incentivo aos estudos. Por terem me dado liberdade para fazer minhas escolhas, mesmo sem compreender algumas delas.

Ao meu irmão Arthur, pelo apoio, disposição e interesse em me ouvir falar tantas vezes sobre este trabalho.

Ao meu namorado Marcelo, pelo amor, apoio, companheirismo e compreensão durante todos esses anos. Por conseguir me encorajar nos momentos de desânimo e me acalmar nas horas de pânico.

Ao meu orientador Prof. Dr. André Alves Portela Santos, pela sua prontidão em me atender, pelo incentivo e encorajamento durante a realização deste trabalho.

À Khomp Indústria e Comércio Ltda pela oportunidade de aprender todos os dias e me desenvolver como profissional. Agradeço especialmente a Vanice, por confiar no meu trabalho e pela compreensão durante a realização deste estudo.

A todos, muito obrigada!

RESUMO

O acirramento da concorrência na economia atual faz com que as empresas busquem estratégias que possibilite a criação de valor e sua sustentabilidade. Dentre as estratégias gerenciais mais utilizadas nos últimos anos, a fim de promover o crescimento da rentabilidade através da agregação de valor, ou sua manutenção em momentos de crise, encontra-se a implantação de Centros de Serviços Compartilhados (CSC). Os CSCs têm o objetivo principal de centralizar atividades de suporte, ou seja, não estratégicas das empresas, para possibilitar que a mesma se dedique de forma mais concisa a sua atividade fim, tendo sempre em vista a prestação de serviço de altíssima qualidade às demais áreas da organização, com baixos custos. Haja vista que os Centros de Serviços Compartilhados representam uma tendência mundial por apresentar-se como forma de obtenção de vantagens competitivas e principalmente, de criação de valor, este trabalho busca verificar se houve uma melhora no desempenho quanto a criação de valor aos acionistas das empresas, após a implantação de CSCs em sua estruturas. Para isso, foi selecionada uma amostra com quatro empresas que implantaram CSCs e comparou-se seus montantes de criação de valor, baseado na ferramenta de Valor Econômico Agregado (EVA), nos períodos pré e pós o Centro de Serviços Compartilhados. Por fim, conclui-se que, as empresas participantes da amostra obtiveram uma melhora de seus desempenhos quanto a criação de valor a seus acionistas no período posterior a implantação do Centro de Serviços Compartilhados, mesmo as que, neste período, destruíram riqueza, conseguiram diminuir esta destruição em comparação com o período anterior.

Palavras-chave: Centro de Serviços Compartilhados (CSC), Criação de valor, Valor Econômico Agregado (EVA).

ABSTRACT

The Increased competition in the current economy makes companies constantly search for new strategies that enable the creation of value and sustainability. Among the most widely used management strategies in recent years to promote the growth of profitability by adding value, or its maintenance in times of crisis, is the implementation of Shared Services Centers (SSC). The SSCs have the primary goal of centralizing support activities, as non-strategic businesses to enable to devote more concisely their core business, always having in mind the provision of high quality service with lower costs. As the Shared Services Centers represent a global trend being presented in order to obtain competitive advantages and also creating value, therefore this study aims to verify if there has been an improvement in performance as the creation of value for shareholders of companies after the establishment of SSCs in their structures. However, was selected a sample of four companies that have deployed SSCs and compared their value creation amounts, based on Economic Value Added tool (EVA) in the pre and post added Shared Services Center. Finally, its concluded that the participating companies in the sample achieved an improvement of their performance as creating value for its shareholders after implementation of the Shared Services Centre, even that companies that had destroyed wealth in this period, managed to reduce this destruction compared to the previous period.

Keywords: Shared Services Center (SSC), Value Creation, Economic Value Added (EVA).

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01 – Evolução do quadro de empresas associadas ao IBGC.....	25
Gráfico 02 – Valor Adicionado aos acionistas da Empresa Vale S.A.....	60
Gráfico 03 – Valor Adicionado aos acionistas da Empresa Gerdau S.A.....	66
Gráfico 04 – Valor Adicionado aos acionistas da Empresa Embraer S.A.....	66
Gráfico 05 – Valor Adicionado aos acionistas da Empresa Braskem S.A.....	69
Gráfico 06 – Somatório do Valor Adicionado.....	75

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Relações entre Principal e Agente.....	18
Tabela 02 – Comparativo dos Segmentos de listagem da Bolsa.....	27
Tabela 03 – Benefícios gerados pelos Centro de Serviços Compartilhados	46
Tabela 04 – Empresas listadas em um nos níveis de Governança da BM&FBovespa.....	51
Tabela 05 – Períodos analisados para cada Empresa.....	52
Tabela 06 – Índices Fundamentalistas da Empresa Vale S.A.....	58
Tabela 07 – Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Vale S.A.....	59
Tabela 08 – Índices Fundamentalistas da Empresa Gerdau S.A.....	61
Tabela 09 – Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Gerdau S.A.....	62
Tabela 10 – Índices Fundamentalistas da Empresa Embraer S.A.....	64
Tabela 11 – Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Embraer S.A.....	65
Tabela 12 – Índices Fundamentalistas da Empresa Braskem S.A.....	67
Tabela 13 – Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Braskem S.A.....	68
Tabela 14 – Composição do Endividamento (06)	70
Tabela 15 – Liquidez Seca (07).....	71
Tabela 16 – Giro do Ativo (08).....	72
Tabela 17 – Retorno do Ativo Total (09).....	72
Tabela 18 – Somatório do Valor Econômico Agregado (EVA).....	74

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	10
1.2 OBJETIVOS	12
1.2.1 Objetivo Geral	12
1.2.2 Objetivos Específicos	12
1.3 JUSTIFICATIVA	12
1.4 METODOLOGIA	13
1.5 LIMITAÇÕES	14
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO	14
2. REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1 CONCORRÊNCIA, COMPETITIVIDADE E ESTRATÉGIA	15
2.2 TEORIA DA AGÊNCIA	16
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA	19
2.3.1 Conceito e Princípios	20
2.3.2 Governança Corporativa no Brasil	23
2.4 CRIAÇÃO DE VALOR NAS EMPRESAS	28
2.4.1 Definição	28
2.4.2 Ferramentas de Mensuração de Criação de Valor	33
2.4.2.1 Valor Presente Líquido (VPL)	33
2.4.2.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	34
2.4.2.3 Taxa Interna de Retorno (TIR)	35
2.4.2.4 Valor Agregado pelo Mercado (MVA)	36
2.4.2.5 Valor Econômico Agregado (EVA)	37
2.5 CENTRO DE SERVIÇOS COMPARTILHADOS	41
2.5.1 Histórico e Conceitos	42
2.5.2 Vantagens e Desvantagens	45
2.5.3 Terceirização dos Serviços Compartilhados	47
3. METODOLOGIA EMPREGADA	50
3.1 CRITÉRIOS PARA ANÁLISE E AVALIAÇÃO	50
3.2 CÁLCULOS DE ANÁLISE	52
4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS OBTIDOS	57
4.1 ANÁLISE DOS DADOS INDIVÍDUAIS	57

4.1.1 Empresa Vale S.A.....	57
4.1.2 Empresa Gerdau S.A.....	60
4.1.3 Empresa Embraer S.A.....	63
4.1.4 Empresa Braskem S.A.....	66
4.2 ANÁLISE COMPARATIVA DA AMOSTRA.....	70
4.2.1 Resultados dos Índices Fundamentalistas.....	70
4.2.2 Resultados do Valor Econômico Agregado (EVA).....	73
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	77
6 REFERÊNCIAS.....	79

1 INTRODUÇÃO

1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

A concorrência é um fenômeno característico da economia capitalista atual, devendo ser entendida como parte intrínseca do movimento global de acumulação de capital. Por conta da dinamicidade dos mercados, as empresas apresentam-se em contínuo desenvolvimento, agregando tecnologias e gerando inovações. Estas se encontram na busca constante pelo lucro e o alcance de vantagens competitivas que as diferencie perante os concorrentes.

O grande diferencial das empresas, neste contexto, está em descobrir e solucionar suas ineficiências antes de seus concorrentes de mercado, o que não é tarefa fácil, mas se alcançada, compreenderá o verdadeiro diferencial competitivo. Devido ao processo de globalização, as empresas encontram grandes dificuldades em viabilizarem seus investimentos através de aumento de preços e participação de mercado. Para tanto, é prática recorrente a abertura de capital, com o intuito de crescimento e ganhos de competitividade, principalmente, por se apresentar como fonte ilimitada de recursos (ASSAF NETO, 2012).

Os investidores, por sua vez, buscam alocar seu capital onde obtenham retornos que remunere, no mínimo, seu custo de oportunidade. Mostrando-se satisfeito em manter seu capital investido em uma empresa que o recompense, pelo menos, com um retorno equivalente a uma taxa de juros livre de risco, além de uma remuneração pelo risco assumido. Visando remunerar satisfatoriamente seus acionistas e maximizar sua própria riqueza, as empresas visam a criação de valor dentro de suas estruturas organizacionais (ASSAF NETO, 2012).

A fim de minimizar os conflitos de interesses que possam existir nas empresas, a Governança Corporativa surge com o intuito de garantir os interesses dos acionistas, assim como, conscientizar todos os agentes sobre seus direitos. Por meio de princípios e orientações, a Governança Corporativa busca guiar as empresas na busca de melhores formas de gestão, tendo em vista a criação de valor para a companhia e consequentemente, a seus acionistas.

O objetivo principal de toda empresa é a criação de valor, aspirando remunerar satisfatoriamente seus acionistas e favorecendo sua sustentabilidade. A grande questão está relacionada em como criar valor, pois não existe fórmula mágica. Cada empresa precisa se conhecer muito bem e estar preparada para ajustar-se conforme as necessidades de cada situação, levando sempre em conta os recursos disponíveis para planejar e executar seus processos.

A constante mensuração do valor criado pelas empresas é de grande importância, tanto no auxílio à tomada de decisões, quanto no acompanhamento de sua efetividade. Gerar valor não é o mesmo que gerar lucro, por isso, não é possível encontra-lo nas demonstrações financeiras das empresas. Existem ferramentas capazes de mensurar a criação de valor, dentre elas, o Valor Econômico Agregado (EVA), considerado uma das mais atuais e eficazes delas.

A geração de valor nas instituições está intimamente relacionada com o método de gestão utilizado, pois é através de um bom relacionamento entre ambos que a empresa consolidará seus objetivos e alcançará os interesses e expectativas de seus agentes empresariais.

É neste momento que as estratégias empresariais se tornam indispensáveis para se atingir os objetivos das organizações. Elas dependem do conhecimento e domínio do negócio da empresa e dos recursos a ela disponíveis, procurando sempre, entregar valor a seus acionistas e clientes de forma diferenciada e preferencialmente, com custos cada vez menores.

Dentre as estratégias gerenciais mais utilizadas pelas empresas nos últimos anos, a fim de promover o crescimento da rentabilidade através da agregação de valor, ou sua manutenção em momentos de crise, encontra-se a implantação de Centros de Serviços Compartilhados (CSC). Os CSCs têm o objetivo principal de centralizar atividades de suporte, ou seja, não estratégicas das empresas, para possibilitar que a mesma se dedique de forma mais concisa a sua atividade fim, tendo sempre em vista a prestação de serviço de altíssima qualidade às demais áreas da organização, com baixos custos.

Como a gestão de Centro de Serviços Compartilhados está caminhando para se consolidar como um dos métodos mais modernos de gestão empresarial no Brasil e no Mundo, verifica-se a necessidade de mensuração de seus possíveis benefícios aos acionistas. Desta forma, agregando valor também às empresas e viabilizando o crescimento sustentado, objetivo primordial de toda organização com fins lucrativos (DELOITTE, 2008).

Neste contexto, este estudo busca responder o seguinte problema de pesquisa: *É possível verificar uma melhora no desempenho quanto a criação de valor aos acionistas após a implantação de Centro de Serviços Compartilhados nas estruturas organizacionais das empresas?*

1. 2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Realizar um estudo sobre o desempenho econômico de empresas, baseado na ferramenta EVA®, antes e depois da implantação de Centro de Serviços Compartilhados em suas estruturas organizacionais.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Contextualizar a adoção de Centro de Serviços Compartilhados, no âmbito da governança corporativa e da criação de valor ao acionista;
- Mensurar a criação de valor das empresas selecionadas, medida pelo EVA®, antes e depois da implantação dos Centro de Serviços Compartilhados;
- Analisar os indicadores de liquidez, atividade, endividamento e lucratividade da amostra e;
- Verificar a eficiência dessas empresas no uso de seus ativos, visando a criação de valor aos acionistas.

1.3 JUSTIFICATIVA

Segundo Deloitte (2008), a competitividade dos mercados é um dos grandes temas em pauta quando se trata do sucesso no ambiente empresarial. As empresas estão cada vez mais preocupadas em buscar um método organizacional que favoreça o seu desenvolvimento e crescimento sustentável no longo prazo.

Os Centros de Serviços Compartilhados foram introduzidos em meados da década de 1980 e amplamente aceito por empresas de diversos portes como solução viável de redução de custos, de concentração de foco em suas competências essenciais e de agregação de valor à empresa e a seus acionistas (MAGALHÃES, 2012).

Devido à grande aceitação das empresas em adotarem o método de Centros de Serviços Compartilhados em suas estruturas como estratégias competitivas e ao mesmo tempo,

proporcionar agregação de valor a seus acionistas, o tema se apresenta instigante e ao mesmo tempo desafiador, quanto à mensuração de seus possíveis retornos.

Verifica-se também, certa escassez de estudos com este foco exploratório do assunto, mesmo sendo um importante instrumento de comprovação de sua eficiência na geração e agregação de valor ao acionista.

A avaliação dos possíveis benefícios provenientes da implantação dos Centro de Serviços Compartilhados, que atua diretamente em mecanismos essenciais de criação de valor, pode auxiliar tanto no sentido de verificar a efetividade do modelo e nortear seus caminhos dentro da própria empresa, quanto na verificação dos possíveis retornos aos acionistas, contribuindo como uma ferramenta a mais de análise para alocação de investimentos.

1.4 METODOLOGIA

Método, segundo Gil (2002), constitui o caminho para se chegar a um determinado fim. Deste modo, para um conhecimento ser considerado científico é necessário que seja identificado o método que proporcionou o alcance desse conhecimento. Assim, para haver conhecimento científico é indispensável à pesquisa, e essa pode ser classificada quanto a sua natureza, quantitativa ou qualitativa; quanto aos seus níveis, explicativa, exploratória ou descritiva; e quanto as suas técnicas, bibliográfica, documental, experimental, estudo de caso, levantamento, estudo de campo, entre outros.

Visando alcançar os objetivos propostos por este estudo, utilizou-se, primeiramente, o levantamento bibliográfico para a fundamentação teórica, o arcabouço bibliográfico compreendeu livros publicados sobre o assunto, artigos escritos em revistas especializadas, além de materiais disponíveis em sites, como BM&FBOVESPA e IBGC. Posteriormente, foram utilizadas técnicas de coleta e observação de dados. Os dados quantitativos são provenientes do software privado Economática®, caracterizando assim, a pesquisa como exploratória.

1.5 LIMITAÇÕES

O início da utilização de Centro de Serviços Compartilhados no Brasil, pode ser considerado recente, data do final dos anos 90, concomitante a isso, a literatura sobre o assunto é ainda bastante escassa no país (MARTINS; AMARAL, 2008). Devido a esses obstáculos, não é possível obter uma listagem geral contendo todas as empresas atuantes no Brasil que utilizam o modelo de Centro de Serviços Compartilhados.

Como este estudo se propõe a mensurar o indicador de Valor Econômico Agregado (EVA®) de empresas que possuem CSCs, utilizar-se-á como referência dessas empresas a listagem empregada por Magalhães (2012) em estudo anterior intitulado como Tendências de Evolução dos Centros de Serviços Compartilhados: Brasil e América Latina.

1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

Buscando atingir os objetivos propostos, assim como responder ao problema de pesquisa que o norteia, o trabalho será dividido em cinco capítulos. A seguir, serão apresentados os pontos chave de cada capítulo, para que seja possível compreender, de forma geral, como o trabalho será estruturado.

O primeiro capítulo será composto pela parte introdutória, onde serão expostos: a introdução ao tema de pesquisa, o problema, os objetivos, geral e específicos, norteadores do estudo, além da justificativa para a realização do mesmo, as limitações e a metodologia básica empregada para sua execução.

O segundo capítulo compreenderá o referencial teórico da pesquisa. Ele abrangerá subseções sobre concorrência, competitividade e estratégia; conflitos de interesse e teoria da agência; governança corporativa; criação de valor nas empresas e Centro de Serviços Compartilhados.

O terceiro capítulo apresentará a metodologia utilizada para o tratamento e confecção dos dados necessários, compreendendo as ferramentas empregadas para este propósito.

O quarto capítulo terá como principal enfoque a análise dos resultados obtidos, através de gráficos e tabelas, assim como, suas interpretações.

O quinto e último capítulo será constituído pelas considerações finais, onde serão retomadas análises e interpretações expostas no capítulo anterior. Nele também será possível encontrar propostas para futuros trabalhos referente ao tema.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A presente etapa do estudo tem o propósito de buscar, na produção científica, os argumentos e fundamentos necessários para o embasamento de reflexões e interpretações a cerca da criação de valor ao acionista através da utilização de Centro de Serviços Compartilhados.

O referencial ora apresentado terá como tópicos principais: (2.1) Concorrência, Competitividade e Estratégia, (2.2) Conflitos de Interesse e Teoria da Agência, (2.3) Governança Corporativa, (2.4) Criação de Valor nas Empresas e (2.5) Centro de Serviços Compartilhados.

2.1 CONCORRÊNCIA, COMPETITIVIDADE E ESTRATÉGIA

A partir da década de 1990, o Brasil tem passado por transformações em diferentes esferas, dentre elas no âmbito econômico. É relativo a este período, a liberalização do mercado brasileiro, conjuntamente com a estabilização da moeda nacional, que por sua vez, contribuíram para facilitar o fluxo de capital estrangeiro no país e melhorarem a rentabilidade deste capital (RODRIGUES, 1999).

Segundo Angeloni e Mussi (2008), é interessante observar como estava estruturada, até então, a indústria brasileira, para posteriormente, compreender as mudanças que ocorreram nos anos 90. Explicam que, no momento da abertura comercial, a indústria brasileira se sustentava no modelo de substituição de importações, que surtiu efeitos positivos ao país, mas ao mesmo tempo, acarretou diversos problemas às empresas domésticas.

Devido a garantia de um mercado cativo e, de certa forma, pouco competitivo, grande parte das empresas nacionais que atuavam no mercado apresentavam características como: baixo nível de produtividade, custo elevado, lentidão na resposta quanto às modificações na demanda, baixa flexibilidade na produção, além de problemas com a qualidade e o desempenho dos produtos (COUTINHO; FERRAZ, 1995).

Neste contexto, Angeloni e Mussi (2008), afirmam que:

Com a abertura comercial promovida na década de 1990, as empresas foram impulsionadas a buscar metas de produtividade, redução de custos, mecanismos de inovação tecnológica, entre outras estratégias, para fazer face à concorrência em nível mundial (p.4).

Portanto, é neste instante, que se verifica uma profunda alteração no foco estratégico das empresas brasileiras, resultando em uma série de desafios à gestão empresarial, na busca por vantagens competitivas.

Para Angeloni e Mussi (2008, p.9), pode-se dizer “(...) é competitiva a empresa que consegue alcançar resultados acima da média do mercado e, para fazê-lo, é necessário criar vantagens competitivas sustentáveis”.

Desta forma, pode-se perceber que a competitividade é o aspecto que deve ser mais almejado pelas empresas, pois contribuirá para sua permanência e projeção no mercado frente às mudanças no sistema capitalista.

Buscando solucionar os desafios de competitividade encontrados, as empresas brasileiras iniciaram inúmeras parcerias internacionais e abriram seu capital na busca de maiores volumes de investimento. Ao mesmo tempo, várias empresas foram adquiridas, principalmente em setores que apresentavam menor competitividade em comparação com empresas multinacionais (RODRIGUES, 1999).

Com as transformações ocorridas na década de 90 no Brasil, percebeu-se uma importante ruptura na estrutura das empresas nacionais, sendo ela, a separação entre propriedade e controle de capital. Essa cisão favorece a entrada de capital e conhecimento necessários para novos investimentos, mas ao mesmo tempo, pode ocasionar conflitos quanto ao gerenciamento das empresas.

2.2 CONFLITOS DE INTERESSE E TEORIA DA AGÊNCIA

Nascimento e Reginato (2008), explicam que, enquanto uma empresa é de pequeno porte, toda sua administração e controle está a cargo de seu proprietário. Ele é o responsável pela tomada de decisão e pelo caminho que a empresa deve percorrer, faz sozinho o papel do gestor. Normalmente, nestes casos, o proprietário é o único acionista da empresa, sendo ele a pessoa mais interessada em seu crescimento, além disso, se auto considera o mais apto para guiar o seu desenvolvimento.

Ainda segundo os autores, à medida que a empresa cresce e se torna, necessariamente, mais robusta e complexa, a concentração da administração começa a se apresentar ineficiente. É chegada a hora do proprietário contratar administradores e gerentes de sua confiança para gerirem seu negócio. Estes serão remunerados por ele e terão certo controle sobre sua empresa. A partir de então, as decisões, antes tomadas somente pelo proprietário, são

transferidas aos administradores da corporação, deixando clara a separação entre propriedade e controle.

Conforme Brealey e Myers (2003), quando uma empresa está organizada como uma corporação – principalmente as de capital aberto – está propícia a atrair distintos investidores, desde investidores de pequeno porte, com poucas ou apenas uma única ação e, de certa forma, pouca interferência na empresa, até fundos de pensão com grande número de ações e detentores de poder ponderado ao tamanho de sua participação na corporação.

Neste sentido, Jensen e Meckling (apud ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2008), definem a relação de Agência como sendo:

[...] um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) emprega outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho a seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente. Diz ainda que, se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, existe uma boa razão para acreditar que o agente não irá atuar conforme os interesses do principal (p.77).

Para Brealey e Myers (2003), a cisão entre a propriedade e a administração da empresa se apresenta como uma necessidade prática, pois viabiliza a existência de inúmeros acionistas, não sendo saudável que todos tenham interferência em sua administração. Esclarecem que, embora os acionistas sejam os verdadeiros proprietários da empresa, eles não participam ativamente de sua administração. O distanciamento destes do gerenciamento da corporação é essencial para sua sustentação.

Portanto, segundo os autores, essa separação proporciona vantagens à empresa, como o crescimento no número de acionistas ou por permitir mudanças na estrutura societária da mesma, sem que para isso, as operações internas da empresa sejam influenciadas. No entanto, caso os objetivos do agente e do principal sejam distintos, a separação pode acarretar problemas. Estes problemas podem estar relacionados à procura por um estilo de trabalho que favoreça mais ao administrador do que ao proprietário, ou ainda, podem buscar construir seu patrimônio às custas do capital dos acionistas.

Segundo Martinez (1998), “a literatura organizacional consagra como principal, o acionista ou o proprietário dos recursos econômicos, já no papel de agente encontra-se o gerente, que administra o negócio para os proprietários da empresa (principal) (p.2)”.

Sendo assim, a relação entre principal e agente não se restringe apenas às relações existentes entre o proprietário da corporação e o gerente, propriamente dito, vários outros agentes empresariais podem fazer parte desta relação, configurando um modelo flexível. Na

Tabela 01, é possível perceber diferentes situações onde podem ser verificadas relações entre principal e agente.

Tabela 01 - Relações entre Principal e Agente

Relações		O que o Principal espera do Agente
Principal	Agente	
Acionistas	Gerentes	Maximização da riqueza (ou do valor das ações)
Debenturistas	Gerentes	Maximização do retorno
Credores	Gerentes	Que assegurem o cumprimento dos contratos de financiamento
Clientes	Gerentes	Que assegurem a entrega de produtos de valor para o cliente. Qualidade (maior), tempo (menor), serviço (maior) e custo (menor).
Governo	Gerentes	Que assegurem o cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da empresa.
Comunidade	Gerentes	Que assegurem a preservação dos interesses comunitários, a cultura, os valores, o meio ambiente, etc.
Acionistas	Auditores Internos	Que atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na rentabilidade e na eficiência).
Credores	Auditores Internos	Que atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na liquidez e no endividamento)
Gerentes	Auditores Internos	Avaliação das operações na ótica de sua eficiência e eficácia, gerando recomendações que agreguem valor.
Gerentes	Empregados	Que trabalhem para os gerentes com o melhor de seus esforços, atendendo às exigências dos mesmos.
Gerentes	Fornecedores	Suprimento das necessidades de materiais dos gerentes no momento oportuno, nas quantidades requisitadas.

Fonte: ROCHA et al., 2012, p.332 e MARTINEZ, 1998, p.2.

Martinez (1998), ressalta ainda, que a Teoria da Agência, além de diagnosticar a natureza dos problemas relacionados as relações contratuais, sugere mecanismos que asseguram a construção de contratos de maior eficiência na resolução dos problemas derivados da relação agente e principal. Deste modo, caracteriza-se como centro das questões contratuais entre principal e agente a transferência de riqueza entre os envolvidos, onde o principal delega poderes e autoridade ao agente e este fica incumbido das tomadas de decisões da empresa.

De acordo com Chandler, Williamson e Jensen e Meckling (1990; 1975; 1976 apud CORREIA; AMARAL, 2006), as corporações encontram-se, atualmente, em um novo

contexto e numa nova fase do capitalismo. Onde suas características estruturais, sua organização e sobretudo, sua governança, precisam estar bem definidas e interligadas sistematicamente às variações econômicas. Esclarecem ainda:

A empresa deixou de estar sujeita apenas aos interesses dos superiores hierárquicos; ela passou a depender de aspectos externos e está sob o julgamento de uma nova categoria de proprietários, a saber, os acionistas, que detêm partes do patrimônio. Estes representam, portanto, os verdadeiros donos do empreendimento, pois investem capital na estrutura com o objetivo de obter um resultado que seja capaz de maximizar as suas riquezas (p.45).

Portanto, pôde-se perceber que a estrutura societária das organizações sofreu alterações, isso acabou modificando também as expectativas e a influência desta nas decisões da empresa. Inicialmente, os proprietários eram os controladores e condutores do negócio, após a abertura de capital e a incorporação de novos e diversos acionistas na sociedade, favoreceu à criação de um conjunto de acionistas não organizado e afastada da administração cotidiana da empresa. Demonstram-se especialistas na avaliação dos resultados comparativo das empresas, buscando sempre aplicar seus recursos onde possibilite melhores retornos de capital, característica inerente ao mercado de capitais (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Neste contexto, os gerentes possuem o compromisso de se especializarem nos negócios a que foram contratados, tendo sempre em vista a maximização dos retornos totais de longo prazo dos acionistas. Para que desta forma, seja propiciado o interesse dos investidores na manutenção dos recursos financeiros da empresa e a captação de maior volume de recursos através de novos sócios.

Visando proporcionar mecanismos capazes de minimizarem os problemas envolvidos nos conflitos de agência, surge a Governança Corporativa, com o intuito de coagir os administradores e gerentes a protegerem os interesses dos acionistas. Assim, boas práticas de governança e institutos legais podem contribuir para proteger acionistas, dispersos e minoritários, de intervenções oportunistas dos gestores que não estejam de acordo com seus interesses e ciente de seus direitos (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O estudo da Governança Corporativa é considerado um dos movimentos mais importantes do sistema capitalista atual, até mesmo, do novo mundo corporativo. Não se enquadra como mais um modismo da área empresarial, suas origens possuem raízes sólidas que permitem a

disseminação e assimilação de suas boas práticas. Organizações, como as Nações Unidas e a OCDE (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009), “veem as boas práticas de governança corporativa como pilares da arquitetura econômica global e um dos instrumentos do desenvolvimento, em suas três dimensões – a econômica, a social e a ambiental (p.99)”.

A fim de conduzir a uma melhor assimilação do conceito de governança corporativa, este tópico será dividido em duas partes. A primeira terá como objetivo apresentar as origens da governança corporativa e a visão de alguns autores quanto ao seu conceito. A segunda parte será encarregada de expor o despertar da governança corporativa no Brasil e como a mesma está estruturada.

2.3.1 Conceito e Princípios

Na visão de Andrade e Rossetti (2009), a razão fundamental do surgimento da governança corporativa está relacionada aos conflitos de agência, entre principal e agente, mas outras razões também contribuíram para o seu desenvolvimento. Enfatizam que o relacionamento entre acionistas-corporações, a atuação da direção executiva e a constituição de conselhos de administração, constituem-se como razões essenciais para o despertar do tema.

Os autores consideram que as razões históricas da governança corporativa adicionado à fatores internos e externos, adquiridos em anos recentes, são responsáveis por orientar a governança corporativa a posição de grande relevância no que tange as práticas mais avançadas de alta gestão. Os fatores externos estão associados à três conjuntos, sendo eles: “as mudanças no macroambiente, as mudanças no ambiente de negócios e as revisões institucionais (p.94)”. Outras influências, na visão microeconômica, também reafirmam a adoção de práticas de governança, como “as mudanças societárias, os realinhamentos estratégicos e os reordenamentos organizacionais (p.94)”, constituindo-se como razões internas às corporações. Vale resaltar, que ambos os fatores, internos e externos, interagem entre si, e influenciam juntos as mudanças ocorridas no macroambiente em que a empresa está inserida, configurando-o como dinâmico e interligado.

Neste contexto, fica ratificada a intensificação da preocupação com a governança corporativa após as alterações na estrutura societária das empresas, onde o capital se dissociou da gestão. Percebeu-se que, ao pretender que a corporação fosse capaz de alcançar voos mais altos, novos métodos e boas práticas deveriam ser inseridos na estrutura gerencial a fim de viabilizar este propósito (CORREIA; AMARAL, 2006).

Nesta mesma linha de pensamento, Child e Rodrigues (2002 apud CORREIA; AMARAL, 2006), afirmam que a crescente globalização dos mercados de capitais acabam por pressionar, com maior firmeza as empresas, no que concerne a adoção de “procedimentos e padrões internacionais de informação”, mas principalmente, em relação às práticas apropriadas de governança.

Por conta da diversidade de aspectos que influenciam e, ao mesmo tempo, são influenciados pela governança corporativa, observa-se também, uma vasta gama de conceitos referentes ao tema. Andrade e Rossetti (2009), sintetizam estas abordagens conceituais em quatro grupos, como se pode observar a seguir.

O primeiro grupo é caracterizado como guardião de direitos interessados nas ações das empresas. De acordo a esta visão, encontra-se a afirmação da OCDE (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009):

A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados. Além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho (p.138 e p.139).

O segundo grupo, julga a governança corporativa como um sistema de relações pelos quais as empresas são dirigidas e monitoradas. Neste sentido, o IBGC (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009), conceitua:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativas têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade (p.139).

O terceiro grupo de interpretações sobre o tema, observados por Andrade e Rossetti (2009), entende a governança corporativa como uma estrutura de poder que pode ser observada no interior das instituições. Hitt, Ireland e Hosksson (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009), pactuam desta definição e conceituam:

Como a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Neste

sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação dos resultados (p.139).

O quarto e último grupo de definições apresenta a governança como um sistema normativo que rege as relações internas e externas das empresas. De encontro a esta definição, encontra-se a visão de Claessens e Fan (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009):

A governança corporativa diz respeito a padrões de comportamento que conduzem à eficiência, ao crescimento e ao tratamento dado aos acionistas e a outras partes interessadas, tendo por base princípios definidos pela ética aplicada à gestão de negócios (p.140).

Como pôde ser observado, cada abordagem do conceito de governança corporativa sintetizadas pelos autores, enfatizam partes intrínsecas do conceito global do tema, mas apresentam focos distintos que, ao mesmo tempo, se interligam e justificam a importância da governança no ambiente empresarial atual.

Originada para superar os conflitos decorrentes da dispersão da propriedade e divergência de interesses entre os agentes que compõem as organizações, denominado conflito de agência, a governança corporativa preocupa-se acima de tudo, com a criação de um conjunto eficiente de mecanismos e regras capazes de incentivar e também monitorar as ações dos envolvidos, a fim de assegurar que os interesses da empresa sejam respeitados (IBGC, 2014):

Ao longo da década de 90, vários países e instituições como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) elaboraram códigos de princípios de uma boa governança, os quais estabelecem como objetivo principal da empresa a otimização do retorno dos seus acionistas (p.46).

Andrade e Rossetti (2009) e IBGC (2014) estabelecem cinco princípios básicos para uma empresa com boas práticas deter, são eles:

1. **Transparência:** Além da obrigação na divulgação das informações, elas precisam ser claras, principalmente as que possuem certa relevância na tomada de decisão, influência nos resultados, oportunidades e riscos que a empresa possa estar sujeitas. Através da transparência nas informações é possível alcançar a confiança tanto dos agentes internos quanto externos.
2. **Equidade:** Senso de justiça, tratamento equânime dos acionistas, respeito tanto ao sócios minoritários quanto os majoritários, e as demais partes interessadas (stakeholders). Sendo qualquer atitude ou política discriminatória, sem exceção, inaceitáveis.

3. **Prestação de Contas:** Ter o dever de prestar contas de suas atuações de forma responsável, através das melhores práticas de contabilidade e auditoria, e acima de tudo, assumindo as consequências de seus atos.
4. **Responsabilidade Corporativa:** Cumprir normas, estatutos, regimentos e instituições legais conforme estabelecido, zelando sempre pela sustentabilidade e longevidade da organização.

Estes princípios estabelecem critérios básicos na conduta que deve ser intrínseco ao desempenho das funções e responsabilidade de todos que exercem a governança das instituições (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Por conta da grande abrangência do tema, diversas abordagens podem ser encontradas sobre governança corporativa, que em seu interior partilham das mesmas ideias, mas com olhares diferenciados. Os princípios de boa governança também podem apresentar alterações, dependendo do autor ou até mesmo, do país de referência. No Brasil, os princípios condutores da boa governança nas organizações, visam a integridade da ética, o senso de justiça, exatidão na prestação de contas e conformidade com dispositivos legais. Devido as peculiaridades culturais influentes no tema, a estrutura da governança corporativa no Brasil será abordada em uma seção específica.

2.3.2 Governança Corporativa no Brasil

A partir da metade da década de 80 o Brasil passou por mudanças significativas, acompanhando as que estavam ocorrendo em diversas partes do mundo, no seu ambiente político, econômico e empresarial. Dentre os impactos mais visíveis, destacam-se: as privatizações, que configuraram o enfraquecimento do Estado-empresário; a quebra de barreiras de entrada para competidores externos, observou-se uma remoção das barreiras ao ingresso do capital estrangeiro no país; a abertura de mercados, com a redução das tarifas protecionistas e as fusões e aquisições, decorrente da globalização dos mercados (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Na visão dos autores, além destas mudanças ocorridas na economia brasileira outros dois conjuntos de impactos foram observados no período. Desta vez, as alterações se destinaram mais especificamente à área empresarial, com foco na governança corporativa, sendo eles: a reestruturação do mercado de capitais e as mudanças nos padrões e protocolos de governança.

A abertura da economia brasileira possibilitou um aumento nas movimentações de capitais, como os investimentos estrangeiros diretos e também, os investimentos em carteiras

de aplicações voláteis. O aumento desse fluxo de capitais, segundo Andrade e Rossetti (2009), está relacionado com a estabilização da economia brasileira, o aumento das privatizações e a segurança nas alterações que estavam ocorrendo no que se refere à orientação estratégica do país. As ações observadas nesse período foram essenciais para fortalecer o mercado de capitais brasileiro, que desde a década de 70, estava buscando se reestruturar, o que acabou favorecendo a inserção de grandes empresas brasileiras no mercado internacional de capitais.

Dentre as remodelações tecnológicas ocorridas na bolsa de valores do país, destacam-se uma maior preocupação com readequações aos padrões internacionais, como a agilidade nas negociações, a diminuição nos custos de transações, a confiabilidade das operações e a segurança dos investimentos e dos serviços prestados (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

No que tange às mudanças nos padrões de governança, Andrade e Rossetti (2009) elencam como modificações:

- Aderência às regras de boa governança e aos valores fundamentais, resultando em aumento do valor das companhias no mercado doméstico, com redução dos custos de capitais.
- Adaptação das demonstrações financeiras aos melhores padrões contábeis internacionais.
- Estratégias de negócios mais complexas, pela tendência à globalização dos grandes grupos empresariais e pelo acirramento da competição, resultante da abertura dos mercados.
- Exigência de Conselhos de Administração e de outros órgãos internos de governança mais eficazes, com admissão de *insiders* com experiência presença internacional (p.408).

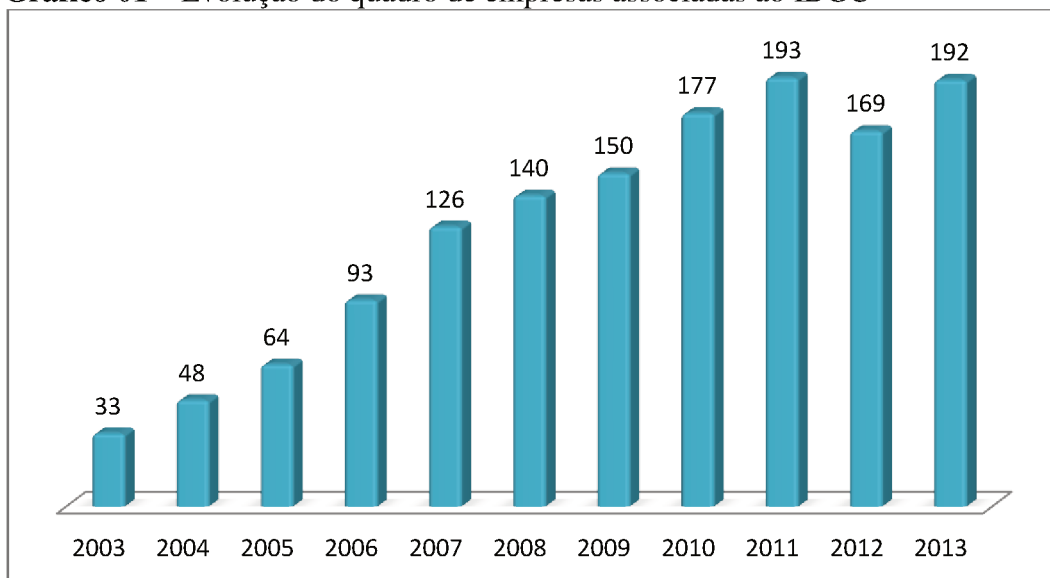
Portanto, nos últimos anos, houve um aumento do debate em torno da governança corporativa no Brasil, a medida que as relações entre acionistas majoritários e minoritários estão sendo alteradas com a cisão entre capital e gestão. Ou seja, reestruturação societária das empresas, e o aumento de novos sócios, principalmente estrangeiros e investidores institucionais. Assim, a busca por boas práticas de governança corporativa se fizeram essenciais no país, para conciliar todos os interesses envolvidos na atividade da empresa e por se apresentar como um protocolo de eficiência empresarial, contribuindo para uma melhora na obtenção dos objetivos institucionais (VILLA, 2009).

Segundo Villa (2009), os códigos de boas práticas de governança corporativa no Brasil, originaram-se no Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&F Bovespa), e na Comissão de Valores Mobiliários.

O gráfico 01 exibe a evolução do quadro de empresas associadas ao IBGC desde o ano 2003. Pode-se perceber, num geral, um aumento no número de empresas associadas ao Instituto a cada ano, alcançando no ano de 2011 o número de 193 empresas. Neste contexto,

observa-se a importância do tema no atual ambiente empresarial brasileiro, observado pelo aumento contínuo do debate e disseminação dos conceitos de boas práticas de governança corporativa neste ambiente.

Gráfico 01 – Evolução do quadro de empresas associadas ao IBGC



Fonte: Adaptado de IBGC (2014).

Conforme BM&F Bovespa e IBGC (apud BOLFE, 2014), a mais conhecida medida de promoção da governança corporativa no Brasil é a criação, no ano 2000, dos níveis diferenciados de governança corporativa na bolsa de valores. O nivelamento conforme a governança foi criado com o objetivo de “proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias (p.30)”.

A BM&FBovespa (2014), apresenta três segmentos diferenciados de governança corporativa para o mercado de ações brasileiro: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Todos os segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além de obrigações que a companhia têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem.

Ainda segundo BM&FBovespa (2014), as regras adotadas por esses segmentos de mercado acabam por atrair os investidores, devido principalmente, pela segurança quanto aos direitos e garantias dos acionistas e a transparência e completude nas informações divulgadas, favorecendo à redução dos riscos envolvidos.

Pode-se perceber a diferenciação entre os três segmentos especiais de governança corporativa e o mercado tradicional de ações a partir da Tabela 02, que compara os respectivos segmentos.

Tabela 02 – Comparativo dos Segmentos de Listagem na Bolsa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	MERCADO TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (legislação)
Percentual de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, <i>quórum</i> qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN (a partir de 10/5/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	

Fonte: BOLFE, 2014, p.32 e BM&FBOVESPA, 2014.

Assim sendo, no cenário da governança corporativa inserido no Brasil, desde a década de 1980, é possível verificar uma grande evolução dos mecanismos de promoção de suas práticas. Os padrões e protocolos abordados pela governança se fizeram necessários para o fortalecimento e desenvolvimento tanto da bolsa de valores, quanto das próprias empresas e do mercado empresarial brasileiro. Contribuíram substancialmente para melhorar o relacionamento entre proprietários e gestores empresariais, na busca perene pelo objetivo principal das organizações, a criação de valor.

2.4 CRIAÇÃO DE VALOR NAS EMPRESAS

O objetivo principal das empresas é a criação de valor, sendo assim, remunerar satisfatoriamente seus proprietários e gestores, além de promover sua sustentabilidade no mercado. Quando se fala em criação de valor nas empresas, objetiva-se muito mais do que cobrir os custos explícitos de vendas. É essencial a preocupação com os custos implícitos, ou seja, o custo de oportunidade do capital investido, que não é possível ser visualizado na apuração dos demonstrativos de resultado, e consequentemente, na mensuração da riqueza gerada ao acionista (ASSAF NETO, 2012).

Este tópico busca apresentar os fundamentos da criação de valor das empresas, onde toda a empresa deve estar comprometida e suas decisões focadas para este fim. Serão expostas as principais ferramentas de mensuração deste valor, com enfoque especial para o Valor Econômico Agregado (EVA®).

2.4.1 Definição

Devido à globalização, as empresas encontram grandes dificuldades em viabilizarem seus investimentos através de aumento de preços e participação de mercado. Para tanto, é prática recorrente a abertura de capital, com o intuito de crescimento e ganhos de competitividade, principalmente, por se apresentar como fonte ilimitada de recursos (ASSAF NETO, 2012).

O mercado de capitais não se apresenta como única forma de financiamento de recursos para as empresas, elas também contam com empréstimos para financiar seus ativos, ou através de retenção e reinvestimento dos fluxos de caixa. Estas possibilidades de obtenção de recursos ficam disponíveis para a tomada de decisão de financiamento dos gestores, estes precisam

ainda decidir a melhor forma de aloca-las na empresa, para que se obtenha o maior retorno possível (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013).

Brealey, Myers e Allen (2013), afirmam que o segredo de toda empresa está na criação de valor, ou seja, no poder de proporcionar melhores remunerações a seus proprietários. Neste mesmo sentido, Assaf Neto (2012) explica que o processo de criação de valor nas empresas não possui fórmula mágica, “ele deve ser ajustado para diferentes situações, cada organização deve planejar e executar seus processos com base em seus recursos disponíveis, cultura e aspirações” (p. 161).

Desta forma, Assaf Neto (2012), conclui:

Uma empresa pode ser entendida como uma unidade econômica geradora e distribuidora de benefícios econômicos de caixa. Seu objetivo é o de oferecer aos acionistas uma remuneração maior que a taxa mínima de retorno exigida. (p.161)

Para uma empresa ser considerada criadora de valor, ela precisa remunerar seus proprietários de capital (acionistas e credores), acima de suas expectativas. Os acionistas precisam ser remunerados, pelo menos, por uma taxa que cubra seu custo de oportunidade. O custo de oportunidade nada mais é do que a permuta da melhor opção de investimento por outra com mesmo risco.

Desta forma, os acionistas se mostram satisfeitos quando uma empresa é capaz de lhes oferecer um retorno igual a uma taxa de juros livre de risco mais uma remuneração mínima referente ao risco assumido. Quando o custo de oportunidade do acionista é superada, verifica-se a valorização do capital investido, isto é, agregação de valor econômico (ASSAF NETO, 2012).

Assim, a criação de valor se apresenta como objetivo principal das empresas modernas, mesmo sendo um conceito bastante antigo. Segundo Assaf Neto (2012), várias razões podem explicar este comportamento, sendo eles:

- a *abertura* de mercado demonstrou, para inúmeros executivos, que os preços são estabelecidos pela interação de oferta e demanda dos agentes econômicos, e não unicamente do ponto de vista da empresa. É o mercado que avalia os investimentos empresariais, cabendo à unidade decisória a responsabilidade de ser eficiente em suas decisões, selecionando as melhores estratégias financeiras que adicionam riqueza aos acionistas;
- a *globalização* vem atuando de forma bastante acentuada sobre os mercados financeiros, resumindo-os praticamente a um único mercado mundial. Investidores são capazes, no ambiente globalizado, de mudar rapidamente os fluxos de seus capitais, procurando alternativas mais atraentes em qualquer parte do mundo. Ativos que não criam valor são rapidamente identificados pelos investidores globais, repercutindo sua desvalorização em todos os mercados;

- o *mercado competitivo* atual deixa espaço somente para empresas eficientes, que se mostram capazes de agregar valor em suas decisões. A melhor medida de sucesso empresarial em mercado competitivo é a criação de valor a seus proprietários. O lucro somente garante a continuidade de um empreendimento se conseguir, pelo menos, igualar-se ao custo de oportunidade do capital investido; e
- o *desenvolvimento profissional* dos modernos executivos e a própria preservação de seus postos de trabalho passa necessariamente no atendimento das expectativas dos acionistas de maximização do valor de mercado da empresa (p.163).

Para que a agregação de valor esperada por seus proprietários seja alcançada, toda a empresa precisa estar comprometida para este fim, todas as decisões e ações, desde os mais altos executivos ao simples funcionário, precisam estar direcionadas ao valor. Os diferentes níveis – estratégico, gestão e desempenho, e avaliação de desempenho – também precisam caminhar nesta mesma direção (ASSAF NETO, 2012).

Estruturar a empresa para que suas decisões e resultados visem a criação de valor ao acionista, requer modificações que podem acompanhar algumas resistências e barreiras. Inicialmente, é necessário alterar a cultura organizacional da instituição, para que todos entendam que seu trabalho e suas ações são essenciais para que a empresa alcance o objetivo almejado de agregar valor. Este tipo de modificação acaba demorando para se concretizar, pois mudanças que envolvem novos paradigmas são bastante questionados e correm o risco de não serem aceitos por determinados membros. Assim, a adequação da estrutura organizacional da empresa é alcançada no longo prazo, variando conforme a resistência encontrada (ASSAF NETO, 2012).

Não se pode garantir que em uma empresa, principalmente as de capital aberto, o interesse dos proprietários sejam idênticos aos de seus gestores, é neste momento que as maiores dificuldades são encontradas. Os gestores precisam entender que não devem colocar seus objetivos pessoais a frente de qualquer outro, estes podem e devem ser alinhados aos objetivos da empresa. Sendo obtido através de políticas e instrumentos adequados, contribuindo para melhorar a motivação no trabalho e o comprometimento dos gestores com o objetivo fundamental da empresa (PANCHER, 2002).

Conforme Copeland, Koller e Murrin (2002), os gestores possuem dois motivos para aderirem ao objetivo de criar valor. O primeiro motivo é que a influência dos acionistas, na maioria dos países desenvolvidos, acaba por dominar os interesses da alta administração, e o segundo se refere ao desempenho das empresas, em instituições com foco nos acionistas acabam apresentando melhor desempenho do que outros modelos e não verifica-se a exploração das demais partes interessadas pelos acionistas.

Os autores se referem às empresas que objetivam agregar valor a seus acionistas como empresas boas cidadãs. É claro que este rótulo está relacionada com o aumento da riqueza que proporcionam a seus proprietários, mas não somente por isto. Justificam ainda que estas empresas propiciam melhores ambientes de trabalho, demonstram-se preocupadas com o bem estar e desenvolvimento profissionais de seus colaboradores, transmitem para estes a importância de seu trabalho e de sua responsabilidade no trajeto até o objetivo almejado e que ao fim, todos serão recompensados.

Empresas que aspiram viabilizar o aumento de seus lucros às custas dos funcionários, por meio de baixos salários, péssimas condições de trabalho e até mesmo, sonegando benefícios, não conseguirá formar uma equipe qualificada e comprometi em criar cada vez mais riqueza. A massa trabalhadora é parte fundamental para que a agregação de valor seja alcançada, e não deve ser auferido em seu detrimento. Para conquistar a sustentabilidade da criação de valor ao acionista é necessário valorizar as pessoas, não somente por ser politicamente correto, mas por favorecer os negócios também (COPELAND;KOLLER;MURRIN, 2002).

Através de pesquisas Copeland, Koller e Murrin (2002), constataram que empresas com maior produtividade do trabalho atingem com maior agilidade a meta de criar valor do que as empresas com baixa produtividade. Assim, confirmam que a conquista do ágio não será obtido em detrimento das pessoas e ainda, que as empresas estruturadas para fomentar a riqueza são capazes de gerar com muito mais facilidade postos de trabalho.

Empresas concentradas em aumentar a riqueza de seus acionistas se constituirão muito mais saudáveis do que empresas não comprometidas com este propósito. O desenvolvimento de empresas cada vez mais saudáveis, proporcionam ambientes econômicos mais sólidos, padrões de vida mais elevados, além de maiores oportunidade de crescimento profissional para os indivíduos (COPELAND;KOLLER;MURRIN, 2002).

O conflito entre lucro e valor também é considerado por Assaf Neto (2012) uma frequente dificuldade enfrentada pelas empresas. Não é porque uma empresa apresentou lucro que ela garantiu a remuneração do capital aplicado, e por conseguinte, a atratividade econômica esperada. Assim sendo, a sustentabilidade de uma empresa só será atingida, se ela estiver capacitada inteligentemente para decidir e alocar de forma eficiente seu capital, tanto humano quanto monetário. O autor especifica que um ativo somente cria valor se seus fluxos operacionais de caixa esperados, descontados a uma taxa que reflete as expectativas de risco de seus proprietários, forem capazes de produzir um valor presente líquido maior que zero, gerando desta forma, riqueza absoluta.

Deste modo, a mensuração do lucro, visando o sucesso empresarial, deve ser calculado após a dedução do custo de oportunidade do capital. Pois, mesmo apurando lucro contábil no período, mas sendo inferior ao custo do capital investido, a empresa é caracterizada como destruidora de valor de seus acionistas, e ainda, contribuindo para a depreciação do valor de mercado da instituição (ASSAF NETO, 2012).

Contudo, Assaf Neto (2012) ressalta que “*criação de valor* é entendida quando o preço de mercado da empresa apresentar uma valorização decorrente de sua capacidade em melhorar o custo de oportunidade de seus proprietários (p. 161)”.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), sempre existiram e irão continuar existindo discussões referente à importância do valor aos acionistas no que concerne outras medidas, como responsabilidade social e nível de empregos. Mas o que se pode afirmar é que se o objetivo da empresa for a maximização da riqueza do acionista, os prejuízos em investimentos pouco atraentes possuem maiores chances de serem descartados e evitados do que se qualquer outro objetivo, como a preservação dos empregos, representasse o alvo da empresa.

Portanto, Assaf Neto (2012) sintetiza a estratégia da empresa moderna como sendo sua capacidade de se ajustar, o mais ágil possível, as evoluções dos mercados. “O sucesso depende da velocidade com que a empresa pode acompanhar o comportamento do mercado, adequando seus investimentos e custos de oportunidade às novas realidades de crescimento ou retração da economia (p. 164)”.

A empresa que estiver com uma equipe qualificada e focada em seus objetivos, e ao mesmo tempo flexível às mudanças demandadas pela evolução dos mercados, se apresenta sólida do que outras empresas, para enfrentar situações por muito exigentes, como retração de determinado mercado e até mesmo crises econômicas de grandes proporções.

Cada vez mais, as Finanças Corporativas e a Contabilidade serão cobradas por atuações mais importantes e sofisticadas, sendo a qualidade e transparência das informações repassadas aos vários agentes de mercado tarefa essencial. A globalização acaba por exigir dos gestores melhores interpretações dos negócios, assim como, das novas tendências e regras de mercado (ASSAF NETO, 2012).

Nesta perspectiva, Assaf Neto (2012) percebe a importância da governança corporativa no que tange a definição de políticas e estratégias visando a criação de valor ao acionista. Buscando auxiliar os gestores em suas tomadas de decisão, que precisam ser incessantemente eficazes, principalmente no desenvolvimento de novas estratégias, as ferramentas de valoração da criação de valor se apresentam indispensáveis quanto à quantificação e efetividade das ações.

2.4.2 Ferramentas de Mensuração de Criação de Valor

A maximização da riqueza dos proprietários de capital se apresenta como o objetivo principal das empresas contemporâneas. Para a concretização da meta proposta, todos na organização precisam priorizar suas decisões, principalmente as decisões financeiras. Sendo constantemente avaliadas e verificando seus impactos na agregação da riqueza.

Neste sentido, verifica-se a necessidade das empresas utilizarem e desenvolverem mecanismos capazes de valorar progressivamente seus resultados. A mensuração do valor gerado pela empresa possui importância substancial, tanto no auxílio à tomada de decisões, quanto no acompanhamento de sua efetividade.

Este tópico apresentará as cinco principais ferramentas de mensuração de criação de valor, sendo eles: o Valor Presente Líquido (VPL), o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), a Taxa Interna de Retorno (TIR), o Valor Agregado pelo Mercado (Market Value Added – MVA®) e o Valor Econômico Agregado (Economic Value Added – EVA®) (PANCHER, 2002).

A metodologia do Valor Econômico Agregado (EVA®) será abordada com maior profundidade que as demais ferramentas, devido a sua aplicação no decorrer do estudo.

2.4.2.1 Valor Presente Líquido (VPL)

O Valor Presente Líquido (VPL), ou então, Net Present Value (NPV), de um investimento ou ativo, é calculado através da diferença entre o valor presente dos benefícios líquidos – valor presente das entradas de caixa – menos o valor presente dos investimentos – investimento inicial – do período ou projeto que se pretende analisar (ASSAF NETO, 2012).

Conforme Assaf Neto (2012, p.372), o Valor Presente Líquido é expresso como:

$$VPL = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1-K)^t} \right] - \left[I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+K)^t} \right]$$

Onde:

FC_t = fluxo (benefício) de caixa de cada período;

K = taxa de desconto do projeto, representada pela rentabilidade mínima requerida;

I_0 = investimento processado no momento zero;

I_t = valor do investimento previsto em cada período subsequente.

Ainda segundo o autor, o VPL não expressa diretamente a rentabilidade do projeto ou do negócio; ao realizar o desconto da rentabilidade mínima requerida (K) de todos os fluxos de caixa (entradas e saídas) do horizonte analisado, apura-se então, o resultado econômico atualizado.

A interpretação do VPL de um projeto é expressa da seguinte forma:

Será considerado atraente todo investimento que apresente um valor presente líquido maior ou igual a zero. Projetos com NPV negativo indicam retorno inferior à taxa mínima requerida para o investimento, revelando ser economicamente desinteressante sua aceitação (ASSAF NETO, 2012, p. 373).

A aplicação do Valor Presente Líquido é utilizada com maior frequência na avaliação de projetos, isso não significa que não possa ser empregado para o negócio em geral. Pois, segundo Pancher (2002), “o valor de um negócio é uma função de quanto se espera entrar de caixa no futuro, com os fluxos de caixa descontados por uma taxa que é o custo de oportunidade da empresa (p.11)”. Neste caso, é preciso apenas levar em consideração que qualquer excesso de caixa prévio, deve ser interpretado como valor presente nos fluxos de caixa futuros.

2.4.2.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O Fluxo de Caixa Descontado (FCD), ou *Discounted Cashflow (DCF)*, é considerado a ferramenta que melhor expressa o valor econômico, no que tange ao rigor técnico e conceitual. Isto se deve pelo fato do FCD levar em consideração a projeção dos fluxos de caixa futuros descontados a uma taxa de retorno, representada pelo custo médio ponderado (ASSAF NETO, 2012).

Assaf Neto (2012, p. 697) sintetiza o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) na seguinte fórmula:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCO_t}{(1 + K)^t}$$

Onde:

Valor = valor econômico (presente) do investimento;

FCO_t = fluxo de caixa operacional;

K = taxa de desconto, que representa o custo médio ponderado de capital (WACC)

Assim sendo, o método FCD abrange o pressuposto que um investidor apenas abrirá mão de um consumo presente se for recompensado com um consumo maior no futuro. Além disso, utiliza-se para seu cálculo o fluxo de caixa operacional da empresa, excluindo-se, por exemplo, os fluxos de caixa financeiros, sendo capaz então, de exprimir o valor da empresa para os proprietários de capital. Desejando-se determinar o valor da empresa para o acionista, é preciso deduzir do valor gerado pelo FCD o endividamento da empresa (ASSAF NETO 2012).

Portanto, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é capaz de considerar diversas partes componentes do valor total da empresa, com ênfase no valor para o acionista e para o credor. Conforme Copeland, Koller e Murrin (2001 apud ASSAF NETO, 2012), permite assim, a avaliação não somente do valor total da empresa, como das diversas estratégias viáveis de agregar valor às corporações.

2.4.2.3 Taxa Interna de Retorno (TIR)

Muitas empresas optam por utilizar uma alternativa de Fluxo de Caixa Descontado – a Taxa Interna de Retorno (TIR) ou Internal Rate of Return (IRR) – ao invés do Valor Presente Líquido (VPL). Isto se deve ao fato da TIR representa o verdadeiro rendimento esperado de um investimento (PANCHER, 2002).

A Taxa Interna de Retorno (TIR), é definida como a taxa de retorno responsável por igualar, em um momento específico, as entradas e saídas previstas de caixa. Conforme Assaf Neto (2012, p. 363), é expressa pela fórmula:

$$I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + K)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + K)^t}$$

Onde:

I_0 = montante do investimento no momento inicial (zero);

I_t = montante previsto de investimento em cada momento subsequente ;

K = taxa de retorno equivalente periódica (TIR)

FC = fluxos previstos de entradas de caixa em cada período de vida do projeto (benefícios de caixa).

A TIR é expressa em porcentagem, contribuindo assim, para uma melhor compreensão e comparação entre projetos de diferentes especificações. Através da determinação da Taxa Interna de Retorno (TIR), é possível realizar a avaliação de propostas de investimentos, da seguinte forma: propostas que apresentam TIR igual ou superior ao custo de capital são considerados investimentos viáveis, caso a TIR encontrada seja inferior ao custo de capital, a proposta não se apresenta atraente (PANCHER, 2002).

2.4.2.4 Valor Agregado pelo Mercado (MVA)

O Valor Agregado de Mercado ou Market Value Added (MVA), é considerada uma importante ferramenta que indica o sucesso de uma empresa na obtenção de seu objetivo principal de aumentar a riqueza de seus proprietários. Esta medida demonstra quanto o valor de mercado da empresa é superior ao total do capital investido (ASSAF NETO, 2012).

Pancher (2002, p. 12), representa o MVA através da fórmula:

$$MVA = \text{Valor de Mercado} - \text{Capital Investido}$$

Segundo o autor, o Valor de Mercado se refere ao valor de mercado do capital dos proprietários de capital, ou seja, “o produto do preço de mercado de suas ações e a quantidade em circulação, mais o valor de mercado de seus passivos (ASSAF NETO, 2012, P. 176). Pancher (2002) determina ainda, como seu próprio nome sugere, que o capital investido representa o capital investido pelo acionista, sempre no mesmo período de análise do Valor de Mercado.

“Didaticamente, o MVA é o valor calculado em um determinado tempo t, que aponta o quanto o acionista está mais rico ou mais pobre em relação a t-1, mantidas as condições de lucratividade projetadas (PANCHER, 2002, P.12)”.

Quando apurado um resultado em excesso do MVA, verifica-se o valor do intangível do negócio, ou seja, o valor da empresa é superior ao valor necessário de reposição dos ativos, evidenciando sua capacidade de criar valor em sua gestão. Isto corresponde a propensão da empresa, através de estratégias financeiras e de proporcionar diferenciais visando a agregação de riqueza a seus acionistas (ASSAF NETO, 2012).

Contudo, a medida do MVA contempla apenas uma medida acionária, ela não é capaz de proporcionar informações referentes ao desempenho e geração de valor em um período

limitado. Isto posto, percebe-se sua fragilidade e insuficiência quanto a contribuição na gestão empresarial (PANCHER, 2002).

2.4.2.5 Valor Econômico Agregado (EVA®)

Diferentemente do método do Valor Agregado de Mercado (MVA), o Valor Econômico Agregado (VEA) ou Economic Value Added (EVA®), aplica-se tanto em divisões e departamento dentro das empresas, quanto mensura a criação de valor em um negócio ou unidade dela, promovendo recursos à análise de desempenho (PANCHER, 2002).

O termo Economic Value Added (EVA®) foi desenvolvido e é marca registrada da Stern Stewart & Co. (USA) e considerado a verdadeira chave para a agregação de valor. Esta metodologia se apresenta como uma das mais atuais e eficazes na mensuração de valor criado ao acionista. Mas não se comporta como uma simples medida de desempenho empresarial, é o suporte para um sistema completo de gestão, auxiliando nas decisões tomadas pelos membros das empresas em todos os níveis gerenciais, fornecendo a alteração da cultura corporativa da instituição e favorecendo também, a uma melhor remuneração e desenvolvimento de seus profissionais (EHRBAR, 1999).

Drucker (1995 apud EHRBAR 1999), em um artigo explica que o:

EVA se baseia em algo que sabemos há tempo: aquilo que chamamos de lucro, o dinheiro que sobra para remunerar o capital, geralmente nem é lucro. Até que um negócio produza um lucro que seja maior do que seu custo de capital, estará operando com prejuízo. Não importa que pague impostos como se tivesse um lucro verdadeiro. O empreendimento ainda retorna menos à economia do que devora em recursos...Até então, não cria riqueza; a destrói (p.2).

Deste modo, fica evidente que a apuração de lucro em determinado período não significa que a empresa foi capaz de criar valor, ou seja, proporcionar pelo menos as expectativas de remuneração dos proprietários de capital. Surge a necessidade de mensurar efetivamente a capacidade de agregar valor por parte da empresa em geral, mas também de seus departamentos e unidades.

Muitos gerentes utilizam em suas análises somente o lucro contábil como instrumento de valor, o que não traduz fielmente o desempenho da empresa em sua criação. O lucro contábil convencional abrange a dedução dos juros pagos, mas deixa a desejar quanto ao custo de capital investido, é como se menosprezasse a importância dos acionistas e de suas

expectativas no desempenho empresarial. “Os lucros verdadeiros não começam até que o custo de capital, como todos os demais custos, tenha sido pago (EHRBAR, 1999, p. 2)”.

Ehrbar (1999) resume o EVA® na seguinte fórmula:

$$EVA = NOPAT - (C\% * TC)$$

Onde:

NOPAT = lucro operacional líquido após Imposto de Renda

C% = custo ponderado do capital

TC = capital total

Teoricamente o EVA® é o lucro operacional apurado pela empresa, líquido da tributação do Imposto de Renda, menos os encargos do capital investido ponderado ao capital próprio e ao endividamento que a empresa esteja sujeita. Segundo Ehrbar (1999), esta é uma medida dos lucros verdadeiros, ou seja, o valor monetário do lucro que ultrapassou ou deixou de alcançar o retorno exigido pelo custo de capital empregado para a geração de lucros. Estes lucros verdadeiros, são conhecidos também com lucro residual ou econômico, por ser “o resíduo que sobra depois que *todos* os custos tenham sido cobertos (p.2)”.

Neste sentido, Assaf Neto (2012) define o Valor Econômico Agregado (EVA®) como “o resultado apurado pela sociedade que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas). É um indicador sobre se a empresa está criando ou destruindo valor (...) (p. 171)”.

Para se calcular o EVA® é necessário, além de dados provenientes de relatórios financeiros e contábeis, o conhecimento sobre o custo do capital aplicado na empresa. Esse custo pode ser representado pelo Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital – WACC) dos proprietários do capital a fim de compensar o risco assumido (ASSAF NETO, 2002).

Ehrbar (1999) explica que o custo de capital pode ser entendido como custo de oportunidade, pois:

é o retorno que investidores poderiam realizar ao colocarem seu dinheiro numa carteira de outra ações e títulos de risco comparáveis e do qual abrem mão por terem os títulos da empresa em questão. O encargo do capital incorpora o preceito fundamental, que data de Adam Smith, de que um negócio tem que produzir um retorno mínimo, competitivo sobre *todo* o capital nele investido. Este custo de

capital, ou taxa de retorno exigida, aplica-se a capital próprio assim como a endividamento (p. 2).

Assim, EVA® representa o método de cálculo mais fidedigno do lucro para o acionista, uma metodologia capaz de incluir suas expectativas de retorno e quaisquer outro encargo que possa estar negligenciado em outra forma de apuração de lucro.

Assaf Neto (2012) salienta a impossibilidade de identificar a criação ou destruição de valor nas corporações através de medidas financeiras tradicionais, como lucro e rentabilidade. E enaltece a importância do EVA® para este e outros fins, por abranger o custo de capital do investimento empregado.

O autor afirma ainda que empresas que assumem a criação de valor ao acionista como seu objetivo principal, utilizando o EVA® para auxiliar nas decisões, apresentam-se muito mais direcionadas ao conceito de negócio, à continuidade da empresa e é claro, à maximização da riqueza.

Conforme Ehrbar (1999, p.5), a metodologia do EVA® expressa muito mais do que uma simples soma de custos e cálculo de lucro, é:

- A medida de desempenho empresarial mais diretamente ligada, tanto teórica quanto empiricamente, à criação de riqueza para acionistas; (...), gerir visando um EVA mais elevado é, por definição, gerir visando um preço por ação mais elevado.
- A única medida de desempenho que sempre oferece resposta “certa”, no sentido de que mais EVA sempre é definitivamente melhor para acionistas, que o torna a única medida de melhoria contínua; em contrapartida, ações que aumentam margem de lucros, lucro por ação e até mesmo taxas de retorno às vezes destroem riqueza para acionistas.
- A estrutura que subjaz um novo e abrangente sistema de gestão financeira empresarial que orienta cada decisão, desde orçamentos operacionais anuais até orçamentos de capital, planejamento estratégico e aquisições e desinvestimentos.
- Um método simples e eficaz de alfabetizar em negócios até mesmo os trabalhadores menos sofisticados.
- A variável-chave num sistema singular de remuneração viável que, pela primeira vez, realmente alinha os interesses de gerentes como os de acionistas e faz com que gerentes pensem e ajam como acionistas.
- Uma estrutura que empresas poderão utilizar para comunicar suas metas e realizações aos investidores, e que investidores poderão utilizar para identificar empresas com perspectivas de desempenho superior (...).
- Mais importante, um sistema interno de governança corporativa que motiva todos os gerentes e funcionários a trabalharem de forma cooperativa e entusiasmada para alcançarem o melhor desempenho possível.

Como exposto, o EVA® possui diversas aplicações e benefícios às empresas, permite monitorar, avaliar e orientar as decisões dos gerentes, funcionários e investidores. O autor deixa claro que a utilização de outras medidas, como margens, custos unitários e diversos índices, não deverão ser esquecidas. Elas precisarão continuar sendo acompanhadas pelos

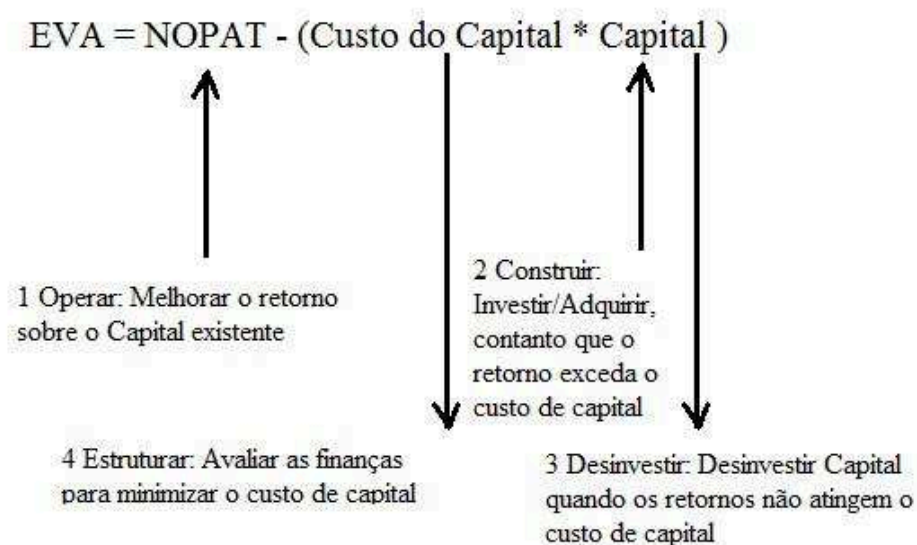
gerentes, a fim de visualizarem seus impactos sobre o EVA®. Mas evidencia que a unificação em um só indicador a tomada de decisão causa simplificação dos processos decisórios, fortalecimento dos canais de comunicação, cresce o trabalho em equipe e o profissionalismo da empresa, além de tornar as decisões mais rápidas e objetivas.

A meta de toda empresa que possui o objetivo fundamental de maximizar a riqueza gerada a seus acionistas, é o aumento contínuo do EVA®. Conforme Ehrbar (1999, p. 106-107), a empresa possui quatro maneiras de realizar este feito:

- 1) Cortar custos e reduzir impostos para aumentar o NOPAT sem acrescentar capital. Ou seja, operar de forma mais eficiente para ganhar um maior retorno sobre o capital já investido no negócio.
- 2) Empreender todos os investimentos nos quais o aumento do NOPAT será maior do que o aumento de encargos de capital. Ou seja, investir em crescimento lucrativo, empreendendo todos os projetos com valor líquido presente positivo que prometam produzir um retorno sobre o capital que exceda o custo de capital.
- 3) Retirar capital de operações quando as economias decorrentes da redução dos encargos de capital excedam qualquer redução de NOPAT. Ou seja, deixar de investir em – ou liquidar – ativos ou atividades que não estejam gerando retornos iguais ao ou maiores do que o custo de capital. As grandes mudanças nesta área são a venda de ativos que valham mais para outros, mas a categoria também inclui coisas como a redução de estoques e aceleração de cobrança de contas a pagar (ambas representam investimentos de capital).
- 4) Estruturar as finanças da empresa de forma tal que minimizem o custo de capital, algo que reside exclusivamente nos domínios do departamento financeiro, do CEO e do conselho de administração.

Através da Figura 01, pode-se observar de forma mais clara as maneiras possíveis de aumentar o Valor Econômico Agregado (EVA®) nas empresas:

Figura 01 – Formas de melhorar o EVA®



Para que seja viável o aumento do EVA® e assim, a maximização da riqueza dos acionistas, independente da maneira utilizada pela empresa para fazê-lo, é necessário o envolvimento e comprometimento de todos os envolvidos para este fim.

O conceito do EVA® favorece ao gerente uma nova forma de enxergar a empresa, através de uma melhor compreensão dos dados econômicos responsáveis por sua sustentabilidade, além de auxiliá-los na tomada de decisão (EHRBAR, 1999).

Ehrbar (1999, p. 4), conclui que “ o EVA tem-se mostrado eficaz em praticamente todo lugar por ser a abordagem correta para todas as empresas em todos os momentos e em todos os ambientes”.

Portanto, o Valor Econômico Agregado (EVA®) se apresenta como o método mais eficiente de mensurar a criação de valor ao acionista, principalmente por abranger desde os encargos envolvidos na produção até o custo de capital investido na empresa. Seu conceito bem compreendido e aplicado, promove mudanças significativas na cultura organizacional, no foco e na motivação e comprometimento de seus colaboradores. O EVA® orienta todas as decisões nos diversos níveis gerenciais da instituição, buscando sempre o aumento da riqueza de seus proprietários. Os gerentes precisam estar constantemente preparados para controlar e avaliar a melhor forma de alcançar EVA®s cada vez maiores.

Cada empresa busca os mecanismos mais adequados a ela para atingir a maximização da riqueza ao acionista. Atualmente alguns conceitos se apresentam neste sentido, buscando aumentar os lucros operacionais, através de minimização de processos e diminuição de custos. Os Centros de Serviços Compartilhados (CSC) são um destes conceitos que prometem criar valor ao acionista com sua adoção.

2.5 CENTRO DE SERVIÇOS COMPARTILHADOS

Para Schulman et al. (2001), atualmente o ambiente empresarial está cada vez mais competitivo, os gestores estão sendo constantemente pressionados para agregarem valor às empresas. Principalmente, por meio da minimização de processos não centrais e que possibilite se dedicarem, quase exclusivamente, aos processos estratégicos e centrais para as empresas. Os gestores estão se deparando com uma grande quantidade de unidades de negócios onde a duplicidade de processos de suporte e pessoal é frequente. Somado a isso, possuem a necessidade de modernizar a parte tecnológica das empresas, como computadores

e equipamentos de telecomunicações, e acima de tudo, são confrontados com o aumento das pressões globais.

Uma das alternativas encontradas pelas empresas na busca de solucionar estas questões, foi a junção e enxugamento dos processos de suporte e atividades não estratégicas para as organizações em uma unidade semi ou totalmente autônoma da empresa. Esta unidade de negócio terá como foco de suas atividades os processos e ações não centrais da organização, mas essenciais para seu funcionamento. Este conceito é chamado, por Schulman et al. (2001), de Serviços Compartilhados.

2.5.1 Histórico e Conceito

Segundo Magalhães (2013), a origem dos Serviços Compartilhados não é bem definida entre os autores sobre o tema. Apesar da incerteza quanto a sua origem acreditasse que a General Eletric, ao criar o grupo “Client Business Service” em 1986, tenha sido a pioneira na utilização de um modelo de compartilhamento de serviços. Este grupo utilizava características do que hoje se conhece como Serviços Compartilhados.

O autor esclarece ainda que através de um estudo realizado pela consultoria A.T.Kearney, em 1990, verificou-se que um grupo de grandes empresas apresentavam algo em comum: realizavam de forma compartilhada a operação de serviços financeiros. Assim, manifestou-se entre os consultores da área os primeiros registros dos Serviços Compartilhados. Diante da imprecisão quanto as raízes dos Serviços Compartilhados, o que se pode ter certeza é que ele surgiu nos Estados Unidos e inicialmente, na área financeira.

O fato dos Serviços Compartilhados terem surgido especificamente na área financeira se deve ao rápido retorno dos investimentos realizados, pois favorece a melhora do gerenciamento do capital de giro e principalmente, a minimização dos custos operacionais. A partir dos bons resultados obtidos com o compartilhamento das atividades financeiras, o modelo se expandiu para várias áreas, como recursos humanos, tecnologia da informação, logística, suprimentos, entre outras (MAGALHÃES, 2013).

No atual contexto em que os mercados se encontram, cada vez mais globalizados e interligados, competição acirrada e busca incessante pela criação de valor nesta conjuntura, forçam as empresas a procurarem meios e métodos favoráveis para o seu crescimento. As operações internas das empresas proporcionam o caminho para o tão almejado crescimento,

pois é fortemente impulsionado por ele, através da qualidade, do tempo de atendimento, dos custos, da flexibilidade (SILVA;SANTOS;SANTOS, 2006).

As estratégias de administração de negócios historicamente levam as empresas a buscarem mecanismos de gerenciamento que possibilitem o crescimento da rentabilidade por meio da agregação de valor ou, em tempos difíceis, a sua manutenção. Entre essas estratégias, a implantação de um *Centro de Serviços Compartilhados* – do inglês Shared Services Center – tem sido adotada em maior escala nos últimos tempos com o objetivo de prestar serviços de alta qualidade à organização, com baixos custos (SILVA;SANTOS;SANTOS, 2006, p. 2).

O autor afirma ainda que os Serviços Compartilhados são uma tendência mundial, sendo sua adoção crescente a cada ano, por se apresentar como forma de obtenção de vantagens competitivas e criadora de valor.

Constantemente as atividades de apoio dentro das empresas são vistas pelos gestores como “não agregadoras de valor”, por não se constituírem suas atividades principais, e acabam não recebendo a atenção devida, causando custos desnecessários. Os Serviços Compartilhados desvinculam das operações de apoio o rótulo de “não agregadoras de valor”, ao reunirem esses processos em uma unidade autônoma independente, funcionando “como uma empresa”. Assim, permitem que a empresa despenda mais tempo e recursos para sua atividade fim, agregando valor a companhia (SCHULMAN ET AL., 2001).

Os serviços de apoio são de natureza tática e precisam funcionar bem para auxiliar nas estratégias da empresa em geral. Por isso, Schulman (2001, p. 4) acrescenta:

Ao juntar esses processos e atividades não estratégicas em uma organização comum, sob seu próprio gerenciamento, todas as unidades de negócio individuais estarão liberadas para lidar com suas metas. Isso por sua vez, permite que a gerência das unidades de negócios foque a solução dos problemas de negócios através da melhoria dos processos principais da unidade, aumentando assim a cadeia de valor e, como resultado, levando ao seu crescimento.

Desta maneira, fica evidenciada a importância das atividades de suporte dentro das organizações, por proporcionarem bases para que a empresa se desenvolva e cresça perante o mercado em que atua. Sendo assim, é indispensável que seja dedicado a elas certa atenção, a fim de padronizar seus processos, qualificar seus funcionários e equipar adequadamente suas instalações (tecnologicamente), objetivando a rapidez e qualidade dos serviços prestados, além de ganhos em eficiência e de custos.

Bergeron (2003 apud Silva;Santos;Santos, 2006, p. 22), define Serviços Compartilhados como:

Uma estratégia na qual diversas funções de negócios existentes são concentradas dentro de uma nova e semi-autônoma unidade de negócio, que tem uma estrutura gerencial designada para promover eficiência, geração de valor, redução de custos e melhoria no serviços para clientes internos da empresa como se fosse um negócio competindo no mercado aberto.

Neste sentido, Schulman et al. (2001) afirma que a definição de Serviços Compartilhados é ampla, mas precisa ser ajustada para cada organização. E o conceitua como:

A concentração dos recursos da empresa atuando com atividades, difundidas através da organização, a fim de servir a múltiplos parceiros internos, a baixo custo e com alto nível de serviços, com o objetivo comum de satisfazer os clientes externos e acrescentar valor à empresa (p. 9).

Independente de qual abordagem se escolha para definir os serviços Compartilhados, observa-se que esta estratégia gerencial promete atingir basicamente os mesmos objetivos: aumentar a qualidade dos serviços prestados, a baixo custo e promover a criação de valor na empresa. Estes objetivos vão de encontro aos almejados pelos gerentes e acionistas em todas as organizações, e por isso, se apresentando como uma tendência mundial.

Em um Centro de Serviços Compartilhados as funções não centrais para as empresas são tratadas como processos principais, “core”, e sua relação com outras unidades da empresa são sempre de parceria, buscando sempre proporcionar melhores e mais rápidos serviços para que a empresa como um todo seja beneficiada. Fica visível a importância que estes serviços e seus funcionários tem dentro das empresas, proporcionando maior motivação e comprometimento com a realização das tarefas (SCHULMAN ET AL., 2001).

O autor elenca ainda, algumas características inerentes aos Serviços Compartilhados, sendo elas:

- Opera como uma organização autônoma.
- Está orientada a processos e focaliza atividades específicas dentro dos processos.
- É dirigida pela competitividade do mercado. Os serviços são os “produtos” da organização (...).
- Alavanca os investimentos tecnológicos.
- Focaliza o serviço e o suporte aos “parceiros de negócios”, o que vai além até mesmo da noção tradicional de “serviço ao cliente” ou “suporte para o cliente”.
- Focaliza a melhoria contínua (p.10).

Cabe ressaltar que é essencial que seja incorporado aos Centro de Serviços Compartilhados a visão e o sentimento de uma empresa, focando nos processos e serviços que prestam às unidades de negócio. Possuindo diferentes metas e objetivos com suas atividades, mas que ao final, almejam o mesmo: agregar valor a empresa.

Schulman et al. (2001), Silva;Santos;Santos (2006) e Magalhães (2013) fazem questão de enfatizar que o modelo de Serviços Compartilhados não significa centralização. Explicam que processos centralizados está intimamente relacionado com a hierarquia dentro da empresa, onde reúnem serviços e os padronizam, quem recebe os aceita como são, sem recorrer e questionar ninguém. Além de não possuírem responsabilidades com os custos e a qualidade das atividades.

Diferentemente disso, os Centros de Serviços Compartilhados realizam seus serviços voltados na direção das unidades de negócio, ou seja, a seus clientes. Como a relação entre as partes é de parceria, existe uma constante exigência quanto a qualidade dos serviços, por se posicionarem em centros de excelência e também, com relação a responsabilidade conjunta existente quanto ao seu custo. Ele consegue agrupar ao mesmo tempo, os melhores elementos da centralização e também da descentralização, deixando de lado seus problemas (SCHULMAN ET AL., 2001).

2.5.2 Vantagens e Desvantagens

A implantação dos Serviços Compartilhados, onde se observa a transferência de atividades de apoio da empresa para uma unidade de negócios que terá como objetivo fim tais funções, a baixo custo e entregando serviços de altíssima qualidade, permite e auxilia na obtenção dos resultados mais procurados pelos gestores atuais (MAGALHÃES, 2013).

Muito mais do que uma vontade da empresa de gerar, cada vez mais, valor, é uma necessidade de sobrevivência perante a competitividade dos mercados e da economia mundial (SCHULMAN ET AL., 2001).

Segundo Schulman et al. (2001); Silva, Santos e Santos (2006), a questão financeira, de redução de custos imediatos, aparece como razão fundamental para se implantar um CSC, mas podem ser observados vários outros benefícios às empresas, conforme exposto na tabela 03.

Tabela 03 – Benefícios gerados pelos Centro de Serviços Compartilhados

Benefícios Tangíveis	Benefícios Intangíveis
Redução de despesas	Melhoria dos serviços aos parceiros (clientes)
Aumento de produtividade	Processos padronizados e grupo de recursos
Economias de escala	Abordagem "uma empresa"
Alavancagem de tecnologia	Transição mais rápida focando-se em "valor agregado"
Maior controle	Manutenção mais eficaz dos padrões do "bloco de códigos"
Aumento do capital de giro	Melhoria da acuracidade e da uniformidade das informações
Alavancagem das compras por meio da consolidação de fornecedores	Melhor alavancagem da curva de aprendizado

Fonte: Elaborado a partir de dados citados por Schulman et al. (2001) e Silva, Santos e Santos (2006).

Sendo assim, a implantação de Centro de Serviços Compartilhados é capaz de proporcionar além de benefícios tangíveis, também benefícios intangíveis e de difícil mensuração. Schulman et al. (2001), afirma que a utilização dos serviços compartilhados como parte de estratégias empresariais, acabam por produzir maiores benefícios tangíveis do que intangíveis.

Para Silva, Santos e Santos (2006), além dos benefícios tangíveis e intangíveis gerados pelos CSCs, deve-se levar em consideração para sua implantação pontos favoráveis e desfavoráveis. De certa forma, explica que os pontos favoráveis se entrelaçam aos benefícios e portanto, coloca maior peso aos pontos desfavoráveis no momento de decisão. Isso não significa que os mesmos impossibilitam sua implantação, mas que precisam ser muito bem estudados e conhecidos para que surpresas futuras não prejudiquem a organização.

Justino (2002 apud SILVA;SANTOS;SANTOS, 2006, p.30), apresenta como soluções ou problemas referente aos serviços compartilhados os seguinte tópicos:

Favoráveis

- demanda de maior valor e baixo custo;
- clara distinção entre a grade de competências e os suportes ao negócio;
- necessidade de melhor gerenciamento da informação, análise da relevância, às quais as pessoas da organização precisam ter acesso e compartilhá-las;
- o fato de os negócios requererem um tratamento bem definido com os clientes internos

Desfavoráveis

- desgaste das relações interpessoais;
- quebra do ritmo na execução dos serviços;
- insatisfação do cliente interno em relação ao serviço prestado, mesmo quando os resultados tangíveis são atingidos;
- rigidez na execução do serviço, eliminando a criatividade e a prontidão para mudar;
- falta de conhecimento acumulado após o término de cada serviço.

Como pôde ser visto, os pontos indesejados estão ligados, em sua grande maioria, aos aspectos de inter relacionamento pessoal, inerente a qualquer empresa, mas neste caso, muito mais relacionada com o sentimento de perda de poder à unidade de serviços compartilhados. A partir disso, podem ser observadas barreiras de insatisfação dos colaboradores com os serviços prestados pelo CSC acarretando problemas desnecessários. Por isso, é necessária a identificação precoce dos efeitos que possam estar negativamente relacionados a boa execução dos Serviços Compartilhados, para que sejam minimizados num curto prazo e não cheguem a prejudicar seu desempenho e da própria empresa.

A implantação dos Serviços Compartilhados alteram as estruturas tradicionais de estruturação das empresas, consequentemente modificam sua cultura organizacional e afetam a visão da carreira. Magalhães (2013) constata que empresas que adotaram os Serviços Compartilhados que os funcionários destes centros vêm seu trabalho de forma diferente em vista da estrutura tradicional. Se mostram muito mais motivados, acreditam no valor de seu trabalho e se sentem membros agregadores para toda a empresa. Assim, desenvolvendo uma maior identificação com a equipe de trabalho e principalmente, com a empresa.

2.5.3 A Terceirização dos Serviços Compartilhados

Conforme abordado anteriormente e baseado na literatura sobre o assunto, o conceito de Centro de Serviços Compartilhados foi observado inicialmente no formato de “terceirização interna”, onde a empresa cria uma unidade autônoma ou semi-autônoma para a execução de atividades de apoio. Mas pouco tempo depois, a ideia de terceirização externa dos serviços compartilhados começou a ser discutida. E a pergunta veio a tona: Por que não terceirizar as atividades meio das empresas e economizar com os custos de implantação de Centro de Serviços Compartilhados próprio? (SCHULMAN ET AL., 2001).

De fato, o formato de “terceirização externa” foi adotado por algumas empresas, mas conforme apresenta Schulman et al. (2001, p. 95), no passado, muitas delas observaram, pelo menos, dois problemas quanto a esta decisão:

- 1) Empresas que vendem serviços terceirizados sempre recuperam os custos, significando que é barato entrar na terceirização, mas quase sempre caro mantê-la pelo tempo todo.
- 2) Muitas dessas empresas não têm realmente uma “proposta de valor” para vender seus serviços. Seu único ponto de venda é meramente a oferta de custos de transação baixos, sem o benefício das mudanças no processo, que podem ser feitas por meio dos serviços compartilhados, com o necessário redesenho de processos ou com a reengenharia e com os sistemas locais adequados.

O próprio autor, constata que nos dias de hoje estes problemas não são comuns. Mas que no passado, empresas que adotaram este tipo de terceirização chegaram a decidir abandonar os serviços compartilhados, achando que ele não se apresentava uma boa escolha para sua instituição.

Atualmente, empresas prestadoras de serviços terceirizados se comportam de maneira diferente no mercado, buscando se adequar as necessidades de seus clientes e até mesmo se especializando em serviços compartilhados de determinado ramo, como é o caso da CSC Energia.

Schulman et al. (2001) aconselha as empresas que pretendem terceirizar externamente seus serviços compartilhados, a buscarem prestadoras de serviço que ofereçam contratos flexíveis de longo prazo, e que sejam tão eficientes quanto se eles próprios prestassem os serviços. E constata:

Serviços compartilhados e serviços terceirizados são os dois lados de uma mesma moeda. Depois que todos os dados estiverem sido coletados e analisados, a questão final a ser feita é: terceirizar ou fazer uma “terceirização interna” dentro de uma operação de serviços compartilhados (...). A terceirização é uma opção viável cada vez mais crescente entre clientes e fornecedores desses serviços. Entretanto, para ela ser um sucesso, o relacionamento entre fornecedor e cliente deve ser o mesmo que existe entre a organização de serviços compartilhados e as unidades de negócios da companhia – uma relação de parceria em vez de apenas cliente/fornecedor. O poder dos serviços compartilhados e da terceirização não está em simplesmente diminuir os custos de transação de uma só vez. O poder dessas duas metodologias vem de um contínuo desenvolvimento do processo num modo de parceria eficiente para fornecer sempre os melhores serviços a custos baixos (p. 95-96).

O que não pode ser esquecido pelas empresas tomadoras de serviços terceirizados é que ela continuará tendo a responsabilidade final sobre os serviços prestados, perante seus colaboradores, clientes, proprietários e fornecedores. Ela pode terceirizar determinadas atividades, mas será responsável por sua política e tomada de decisão, assim sendo, a

execução dos processos é terceirizada, sua responsabilidade sobre ela não (SCHULMAN ET AL., 2001).

Neste sentido, fica clara a necessidade de acompanhar, controlar e avaliar o desempenho dos serviços compartilhados, independente da forma como se constituem – interna ou externamente.

A fim de verificar os benefícios acumulados com os serviços compartilhados se faz necessário o desenvolvimento de um conjunto de métricas. Somente através do acompanhamento de indicadores de desempenho orientados para o que se pretende medir, é que se poderá avaliar os impactos as decisões tomadas pelas empresas e CSCs. Na visão de Schulman et al. (2001, p. 18), “uma empresa não pode entrar em serviços compartilhados sem decidir antes em que deseja crescer e como avaliar se esse crescimento está acontecendo ou não”.

Neste sentido, Silva, Santos e Santos (2006) acrescentam que os indicadores de desempenho servem como norteadores do que a empresa almeja – eficiência, quanto a produtividade e eficácia, quanto a qualidade- em seu futuro.

O desenvolvimento de medidas de desempenho apropriadas para o acompanhamento do funcionamento dos serviços compartilhados é essencial para sua melhoria contínua. Elas favorecem o estabelecimento de níveis iniciais e deixa claro e delimitado onde a empresa pretende chegar, sendo seus resultados discutidos com parceiros para que sejam criadas bases de suporte para o seu desenvolvimento (SCHULMAN ET AL., 2001).

Ao determinar um conjunto de métricas de desempenho a empresa precisa comunicar todos os envolvidos, de alguma forma, com sua performance. O conhecimento sobre o desempenho presente e o quanto se deseja melhorar, além do caminho para atingi-lo, deverão ser visíveis e claros a todos.

O desempenho dos Centro de Serviços Compartilhados podem ser analisados de variados ângulos, seu conceito enfatiza que o mesmo proporciona agregação de valor ao acionistas dentre outros benefícios. Assim sendo, o estudo que se segue busca a verificação da criação de valor ao acionista em empresas que implantaram este método como estratégias empresariais. Para isso, utilizar-se-á o indicador de Valor Econômico Agregado (EVA) para mensurar o valor objetivado.

3. METODOLOGIA EMPREGADA

A fim de atingir os objetivos propostos neste trabalho se empregará a metodologia de estudo de caso. Conforme Cervo Bervian e Silva (2007), por meio de um estudo de caso é possível verificar a realidade dos fatos e ao encontra-la, guiam o uso do método. O estudo de caso proporciona uma visão abrangente do problema, mas viabiliza o aprofundamento sobre o tema em questão. Deste modo, o estudo se caracteriza como uma pesquisa exploratória de caráter quantitativo, sendo seu principal objetivo de analisar a criação de valor da amostra de empresas no tempo.

3.1 CRITÉRIOS PARA ANÁLISE E AVALIAÇÃO

O objetivo central deste estudo é comparar o desempenho, quanto a criação de valor ao acionista, de uma amostra de empresas que utilizam Centro de Serviços Compartilhados em suas estruturas organizacionais, antes e depois de sua implantação. Com base na bibliografia apresentada sobre os Serviços Compartilhados, o efeito principal da implantação deste método está relacionado com a agregação de valor às empresas, e consequentemente, aos seus acionistas. Desta forma, o intuito deste trabalho é verificar se empresas que possuam Centro de Serviços Compartilhados em suas estruturas, apresentaram melhor desempenho quanto à criação de valor aos seus acionistas após sua implantação.

No que tange aos critérios de escolha das empresas a serem analisadas, utilizou-se como fonte empresas que participaram da pesquisa *Tendências de Evolução dos Centro de Serviços Compartilhados – Brasil e América Latina*, da consultoria Xcellence & CO, listadas no Brasil (MAGALHÃES, 2012). Estas empresas possuem ou estão planejando implantar CSCs, por isso, limitou-se o estudo de empresas que atendiam aos seguintes critérios:

- 1) Serem empresas que integrem um dos três níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa e;
- 2) Que seja possível afirmar o ano de implantação do CSC na referida empresa.

Para verificar qual das empresas participavam de um dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa, pesquisou-se uma a uma no próprio site da instituição, em 03 de agosto de 2015, chegando a seguinte listagem:

Tabela 04 – Empresas listadas em um dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa

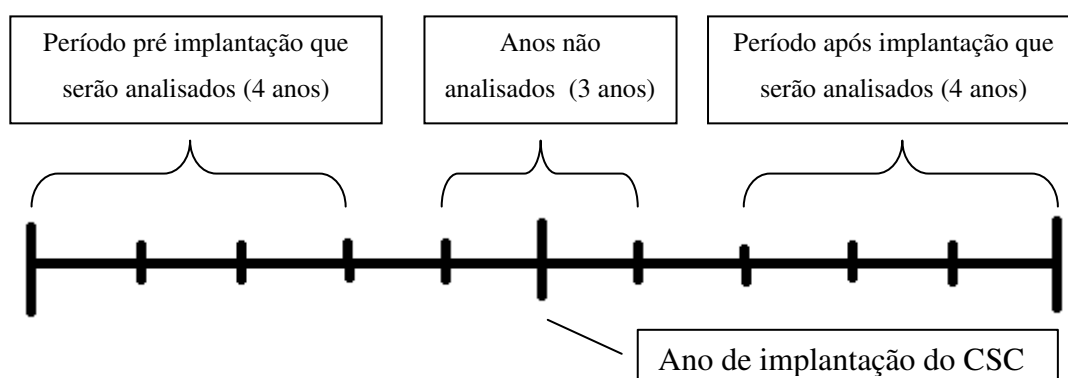
Razão Social	Segmento
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
BRASKEM S.A.	Nível 1
CIELO S.A.	Novo Mercado
EMBRAER S.A.	Novo Mercado
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
GERDAU S.A.	Nível 1
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Nível 2
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	Nível 1
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Novo Mercado
SUL AMERICA S.A.	Nível 2
VALE S.A.	Nível 1

Fonte: O autor

A fim de encontrar o ano exato de implantação do Centro de Serviços Compartilhados de cada empresa listada na tabela 04, fez-se pesquisas em site e constatou-se que apenas 4 das empresas estavam aptas para o proposto estudo. As empresas BR Malls Participações S.A., Cielo S.A., EDP – Energias do Brasil S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Randon S.A. Implementos e Participações, Marfrig Global Foods S.A. e Sul América S.A foram descartadas por não ser possível precisar o ano de implantação de seus CSCs ou por não terem implantando o modelo até o momento.

Conforme entrevista de Valdemir Ferreira, diretor do CSC da Braskem S.A., ao Instituto de Engenharia e Gestão – IEG, em outubro de 2013, a empresa implantou o modelo em 2009 (VISAGIO, 2011). O Instituto de Engenharia e Gestão – IEG também entrevistou Alfredo Zina, diretor do CSC da Embraer S.A., em setembro do mesmo ano, onde foi confirmado o início da implantação do CSC da empresa em 2009 (VISAGIO, 2011). Antônio Marques, auxiliou a Gerdau S.A. a implantar seu CSC em 2006, segundo entrevista a revista Shares Services News, no ano de 2013 (STEER; BHANDAL, 2013) . E por fim, segundo Martins, Moura e Mesquita (2011), o CSC da Vale S.A. foi implantado em julho de 2007.

Definidas as empresas a serem utilizadas no estudo, assim como, o ano em que cada uma implantou seu Centro de Serviços Compartilhados, foi possível delimitar o período de análise do trabalho. Como as empresas implantaram os CSCs em anos diferentes e necessitaram de tempo para se adequarem, o período de análise foi definido com base no ano de implantação de cada empresa e conforme o esquema:



Assim, o período geral de análise deste trabalho compreendeu os anos de 2001 a 2014, sendo específico para cada empresa conforme tabela 05.

Tabela 05 – Períodos analisados para cada empresa

Razão Social	Ticker	Período Analisado (antes)	Período de Implantação (não analisado)	Período Analisado (depois)
BRASKEM S.A.	BRKM5	2004 a 2007	2008 a 2010	2011 a 2014
EMBRAER S.A.	EMBR3	2004 a 2007	2008 a 2010	2011 a 2014
GERDAU S.A.	GGBR4	2001 a 2004	2005 a 2007	2008 a 2011
VALE S.A.	VALE5	2002 a 2005	2006 a 2008	2009 a 2012

Fonte: O autor

As fontes utilizadas de coleta dos dados que viabilizaram a realização das análises deste estudo foram o site da BM&FBovespa e da CETIP, além do software Economática®.

3.2 CÁLCULOS DE ANÁLISE

A fim de verificar o desempenho das quatro empresas selecionadas quanto a criação de valor a seus acionistas, definiu-se o Valor Econômico Agregado (EVA®) como ferramenta de mensuração do valor agregado para cada ano. O EVA® se resume:

$$(01) \text{ EVA} = \text{NOPAT} - (C\% * TC)$$

Onde:

NOPAT = lucro operacional líquido após Imposto de Renda

C% = custo ponderado do capital

TC = capital total

O Lucro Operacional Líquido após Imposto de Renda (NOPAT), assim como, o Capital Total (TC) empregado nas empresas – Passivo Total - foram retirados das Demonstrações Contábeis disponíveis no Economática®.

Para o cálculo do Custo Ponderado de Capital (C%), utilizou-se o Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital – WACC), definido na seguinte fórmula:

$$(02) WACC = \frac{S}{(S+B)} \times R_s + \frac{B}{(S+B)} \times (1 - IRPJ) \times R_b$$

Onde:

S = capital próprio;

B = capital de terceiros;

R_s = custo do financiamento através do capital próprio;

R_b = custo do financiamento através do capital de terceiros;

IRPJ = imposto de renda pessoa jurídica.

Os valores do capital próprio (S) e capital de terceiros (B), foram coletados dos Demonstrações Contábeis anuais consultadas no Economática®, sendo respectivamente, o Patrimônio Líquido e o Passivo Total menos o Patrimônio Líquido. O percentual correspondente ao Custo do Financiamento do Capital de Terceiros (R_b) também foi coletado no Economática®, mas na parte de Indicadores Financeiros.

Com base em Assaf Neto (2012), a alíquota de IRPJ utilizada foi padronizada em 25% para efeito de simplificação, pois no Brasil, a maioria das empresas possui a alíquota de 34% de IRPJ. Sendo este percentual formado pela soma de uma alíquota de 15% de IRPJ, mais um adicional de 10% sobre excedente de um certo limite de lucro, e mais 9% de contribuição social sobre o lucro líquido, que não utilizaremos neste trabalho.

O custo do financiamento do capital próprio das empresas foi calculada através da fórmula:

$$(03) R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Onde:

R_f = retorno livre de risco

β = coeficiente beta

R_m = retorno da carteira de mercado

Assumiu-se como Retorno Livre de Risco (R_f) o Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI) acumulado para cada ano e como Retorno da carteira de mercado foi utilizado o rendimento anual do IBOVESPA para os anos analisados.

O cálculo do coeficiente β seguiu a definição:

$$(04) \beta = \frac{COV_{R_m, R_k}}{VAR_{R_m}}$$

Onde:

COV_{R_m, R_k} = covariância da carteira de mercado e da ação

VAR_{R_m} = variância da carteira de mercado

Neste caso, o retorno do IBOVESPA funcionou novamente como o Retorno da Carteira de Mercado (R_m) e o retorno das ações de cada empresa representou o Retorno da Ação (R_k).

Para fins de simplificação, utilizou-se um coeficiente β_1 para o período anterior a implantação do CSC e outro coeficiente β_2 para o período posterior a implantação do CSC em cada empresa. Conforme a delimitação anteriormente apresentada, o período de análise equivale a quatro anos antes e quatro anos depois da implantação do CSC nas respectivas empresas, sendo assim, o coeficiente β foi mensurado através de dados mensais de cada período, compreendendo 48 observações para cada período.

Buscando verificar o valor adicionado ao acionista com base no EVA calculado, utilizou-se a seguinte fórmula:

$$(05) \% \text{ Valor Adicionado} = \frac{EVA}{Capital Total}$$

Onde:

EVA = Valor Econômico Agregado

Capital Total = Capital de terceiros mais capital próprio

Com o intuito de auxiliar na análise das empresas e visando atingir mais um objetivo proposto, foi calculado quatro índices econômico-financeiros, um de cada grupo, ou seja, endividamento, liquidez, atividade e rentabilidade.

O indicador escolhido para representar o grupo de endividamento foi a Composição do Endividamento (relação capital de terceiros/capital próprio).

$$(06) \text{ Composição do Endividamento} = \frac{\text{Passivo Total} - \text{Patrimônio Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Para representar o grupo de indicadores de liquidez definiu-se a Liquidez Seca, sendo resumida na fórmula:

$$(07) \text{ Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Representando os indicadores de atividade elegeu-se o Giro do Ativo, conforme resumido a seguir:

$$(08) \text{ Giro do Ativo} = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo Total}}$$

Por fim, o indicador Retorno do Ativo Total (ROA), foi o responsável por representar o grupo de indicadores de rentabilidade das empresas analisadas.

$$(09) \text{ Retorno do Ativo Total (ROA)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Os indicadores escolhidos para o estudo foram utilizados na periodicidade anual, abrangendo tanto os quatro anos antes da implantação dos Centro de Serviços Compartilhados nas empresas, quanto os quatro anos após a implantação. Dos quatro indicadores escolhidos, apenas o indicador de endividamento foi calculado pelo autor, os demais foram retirados dos Indicadores Financeiros de cada empresa, disponibilizados pelo software Economática®.

Munido de toda a parte de dados configurada, tendo-se coletado os dados necessários e calculado o Valor Econômico Agregado (EVA) e os Índices Econômico-Financeiros delimitados para a amostra, parte-se para a análise dos resultados, objetivo do capítulo que se segue.

4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS OBTIDOS

Nesta parte do trabalho será apresentada a análise de dados e os resultados obtidos com o estudo proposto quanto ao Valor Econômico Agregado (EVA) e aos índices fundamentalistas elencados anteriormente.

A análise será segmentada em duas etapas. Primeiramente será realizado um estudo individual das empresas participantes da amostra. Posteriormente os resultados do EVA serão analisados de forma conjunta, visando a comparação do antes e depois da implantação dos Serviços Compartilhados nas empresas.

4.1 ANÁLISE DOS RESULTADOS INDIVIDUAIS

Esta etapa do estudo será destinada a análise dos resultados individuais das empresas que compõem a amostra delimitada. Serão apresentados seus desempenhos relacionados aos índices fundamentalistas, ao Valor Econômico Agregado (EVA) e ao valor adicionado ao acionista nos anos propostos.

4.1.1 Empresa Vale S.A.

Conforme apresentado anteriormente a empresa Vale S.A. implantou seu Centro de Serviços Compartilhados no ano de 2007. Assim, os anos contabilizados para o estudo compreenderam de 2002 a 2005 e de 2009 a 2012. Nestes períodos, a empresa obteve os seguintes resultados no que se refere aos índices fundamentalistas calculados:

Tabela 06 - Índices Fundamentalistas da Empresa Vale S.A.

ANO	COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO (06)	LIQUIDEZ SECA (07)	GIRO DO ATIVO (08)	RETORNO DO ATIVO TOTAL (09)
2002	1,62	1,33	0,44	5,74
2003	1,48	0,85	0,52	12,84
2004	1,39	0,97	0,63	16,57
2005	1,23	0,80	0,63	21,42
MÉDIA	1,43	0,99	0,56	14,14
2009	0,84	1,86	0,28	5,93
2010	0,91	1,49	0,39	14,17
2011	0,69	1,43	0,43	15,47
2012	0,75	1,39	0,35	3,46
MÉDIA	0,80	1,54	0,36	9,76

Fonte: O autor

Por meio dos índices calculados, e expostos na Tabela 06 é possível verificar que a empresa Vale S.A. diminuiu a relação entre capital de terceiros e capital próprio aplicados na empresa, demonstrado pela diminuição da composição do endividamento. A empresa apresentou uma melhora de sua capacidade de pagamento de curto prazo, atingindo uma média de 1,54 no índice de liquidez seca, após a implantação do Centro de Serviços Compartilhados. Valor este, superior a qualquer outro alcançado nos anos que compreendem o período pré implantação do CSC.

O giro do ativo evidenciou a perda de eficiência da empresa em aplicar seus ativos de maneira a contribuir para as vendas, onde a média deste indicador obtido no período anterior ao CSC foi de 0,56 e depois de 0,36.

No que se refere ao retorno dos ativos disponíveis pela empresa para a geração de lucros, o período posterior a implantação do CSC não obteve resultados superiores aos atingidos no período anterior. Apresentando uma queda de aproximadamente 31,01% entre as médias dos períodos.

Tabela 07 - Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Vale S.A.

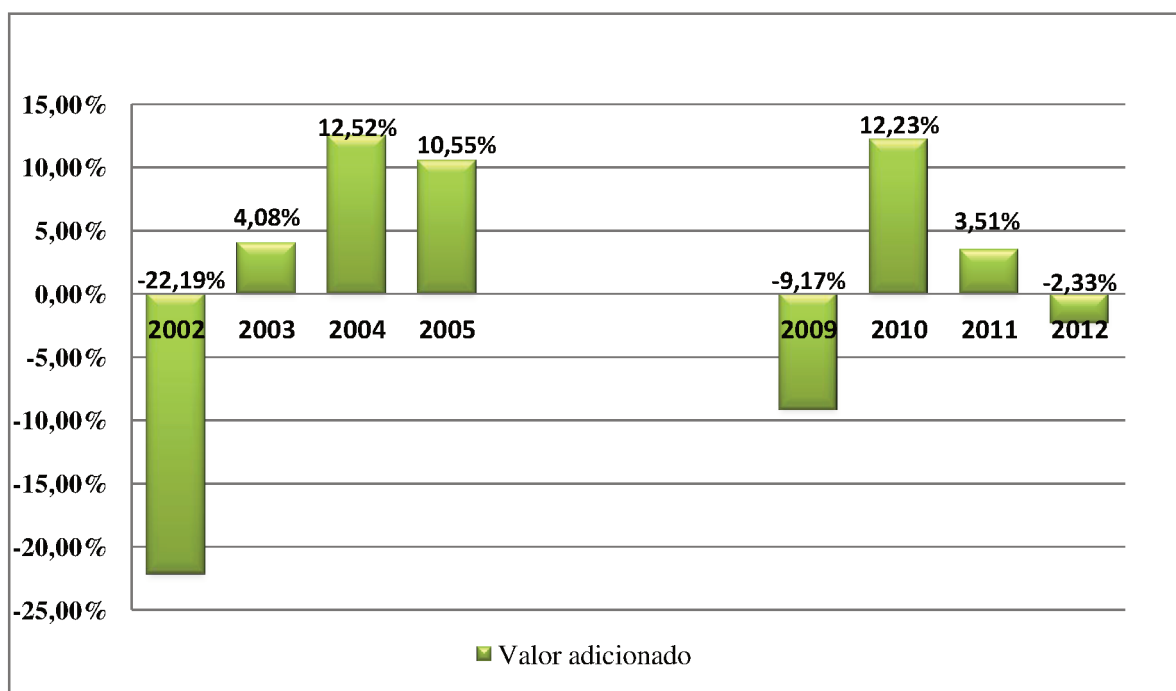
ANO	LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO (em bilhões)	WACC	CAPITAL TOTAL (em bilhões)	EVA (em bilhões)
2002	R\$ 5,39	38,32%	R\$ 33,46	-R\$ 7,43
2003	R\$ 5,02	9,45%	R\$ 37,09	R\$ 1,51
2004	R\$ 9,20	8,65%	R\$ 43,47	R\$ 5,44
2005	R\$ 12,75	13,25%	R\$ 53,59	R\$ 5,65
MÉDIA	R\$ 8,09	17,42%	R\$ 41,90	R\$ 1,30
2009	R\$ 8,46	13,99%	R\$ 175,74	-R\$ 16,12
2010	R\$ 33,41	3,33%	R\$ 214,66	R\$ 26,26
2011	R\$ 44,02	14,70%	R\$ 241,78	R\$ 8,49
2012	R\$ 17,64	8,94%	R\$ 266,92	-R\$ 6,22
MÉDIA	R\$ 25,88	10,24%	R\$ 224,78	R\$ 3,10

Fonte: O autor

Quanto a capacidade de criação de valor, a Vale S.A. apresentou sua maior quantia no ano de 2010, um dos anos que compreende o período pós implantação do CSC, atingindo um pouco mais de 26 bilhões de reais. Analisando as variáveis necessárias para se chegar a este valor, percebe-se que o lucro operacional líquido atingiu seu maior montante até então, mas o custo ponderado do capital (WACC) foi o mais baixo de todos os anos calculados, contribuindo assim, para a maior criação de valor da companhia.

Auxiliado pelo melhor ano de criação de valor, o período posterior a implantação do Centro de Serviços Compartilhados apresentou, em média, um montante maior de Valor Econômico Agregado (EVA) que os anos anteriores ao CSC.

O bom resultado alcançado pelo período em que a Vale S.A. já possuía CSC em sua estrutura organizacional quanto a geração de valor pela companhia, não corresponde necessariamente que foi o período de melhores resultados a seus acionistas.

Gráfico 02 – Valor Adicionado aos Acionistas da Empresa Vale S.A.

Fonte: O autor

Por meio do gráfico 02 é possível verificar que antes da implantação do CSC, a empresa adicionava maior valor em relação ao capital investido do que depois. A Vale S.A. pôde ter atingido níveis melhores do EVA depois do CSC, mas quando relacionado ao capital total aplicado na empresa, os resultados se mostram diferentes. Portanto, o valor criado ao acionista da companhia foram superiores nos anos de 2002 a 2005, com uma média de 1,24%, em contrapartida a 1,06% do período posterior.

4.1.2 Empresa Gerdau S.A.

A Gerdau S.A. implantou seu Centro de Serviços Compartilhados no ano de 2006. Desta forma, os períodos utilizados para a análise compreenderam de 2002 a 2005, representando antes da implantação e de 2008 a 2011 representando após o CSC. A tabela 08 apresenta os indicadores fundamentalistas da empresas nos anos selecionados. Assim, possibilitando a comparação entre o período pré e pós Centro de Serviços Compartilhados.

Tabela 08 - Índices Fundamentalistas da Empresa Gerdau S.A.

ANO	COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO (06)	LIQUIDEZ SECA (07)	GIRO DO ATIVO (08)	RETORNO DO ATIVO TOTAL (09)
2001	2,64	0,64	0,60	5,59
2002	3,39	0,58	0,63	5,66
2003	2,45	0,69	0,94	8,81
2004	2,07	1,01	1,05	17,33
MÉDIA	2,64	0,73	0,81	9,35
2008	1,93	1,22	0,71	8,37
2009	1,41	1,75	0,60	2,25
2010	1,20	1,22	0,73	5,73
2011	1,00	1,37	0,71	4,20
MÉDIA	1,38	1,39	0,69	5,14

Fonte: O autor

O índice de composição do endividamento mostra que a empresa diminuiu em 47,50% a relação entre capital de terceiros e capital próprio comparando as médias dos dois períodos. No que diz respeito a liquidez seca, a empresa Gerdau S.A. apresentou uma melhora significativa quanto a sua capacidade de pagamento de curto prazo ao se comparar o antes e depois do CSC. Após a implantação do Centro de Serviços Compartilhados a empresa atingiu um aumento médio de 89,66% em relação ao período anterior.

O giro do ativo, que demonstra a eficiência da empresa no uso de seus ativos para impulsionar suas vendas, obteve melhores resultados nos anos entre 2002 a 2005, ou seja, antes a implantação do CSC. Este período alcançou uma média de 0,81, em contrapartida ao período pós implantação que registrou 0,69.

Neste mesmo caminho, a Gerdau S.A. apresentou em média um resultado maior do índice de retorno do ativo total no período anterior a implantação do CSC, alcançando 9,35. Já a média do período após a implantação ficou em 5,14, o que significa uma perda de rentabilidade quanto a geração de lucros por meio dos ativos disponíveis pela companhia.

A capacidade das empresas em agregar valor não consegue ser expressada por meio dos indicadores apresentados anteriormente, portanto, a tabela 09 trás as variáveis pertinentes para o cálculo do Valor Econômico Agregado (EVA) da companhia Gerdau S.A.

Tabela 09 - Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Gerdau S.A.

ANO	LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO (em bilhões)	WACC	CAPITAL TOTAL (em bilhões)	EVA (em bilhões)
2001	R\$ 1,06	7,85%	R\$ 9,77	R\$ 0,29
2002	R\$ 1,92	15,08%	R\$ 14,46	-R\$ 0,27
2003	R\$ 1,93	38,89%	R\$ 14,25	-R\$ 3,61
2004	R\$ 3,45	8,92%	R\$ 18,66	R\$ 1,79
MÉDIA	R\$ 2,09	17,69%	R\$ 14,28	-R\$ 0,45
2008	R\$ 7,18	-13,96%	R\$ 59,05	R\$ 15,42
2009	R\$ 0,82	48,55%	R\$ 44,58	-R\$ 20,83
2010	R\$ 3,14	1,78%	R\$ 42,89	R\$ 2,40
2011	R\$ 2,63	-13,35%	R\$ 49,98	R\$ 9,30
MÉDIA	R\$ 3,44	5,76%	R\$ 49,13	R\$ 1,57

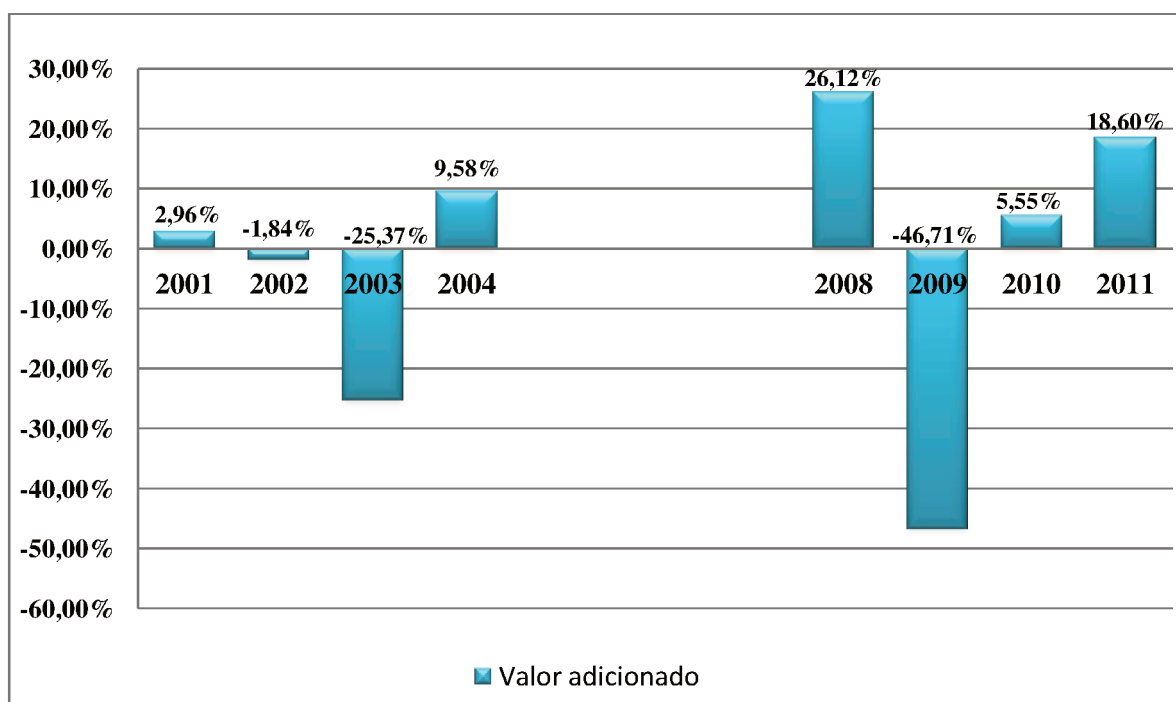
Fonte: O autor

O ano de 2009 se destacou dos demais quanto a sua intensidade de destruição de Valor Econômico Agregado, ao atingir um déficit de aproximadamente 21 bilhões de reais. Analisando as variáveis que contribuíram para este péssimo resultado, verifica-se que o lucro operacional líquido neste ano foi o mais baixo de todos os anos analisados, além disso, o custo ponderado de capital foi o mais alto calculado. Este resultado mostrou que o lucro obtido pela empresa em 2009 não foi suficiente para remunerar o capital investido e muito menos contribuir para a agregação de riqueza ao patrimônio líquido dos investidores.

Mesmo tendo registrado o ano com maior destruição de Valor Econômico Agregado no período após a implantação do Centro de Serviços Compartilhados, este período atingiu uma média maior de criação de valor do que o período anterior a implantação. Portanto, a Gerdau S.A. criou maior valor a empresa após inserir em sua estrutura organizacional o Centro de Serviços Compartilhados.

No que se refere a criação de valor ao acionista, o gráfico 03 representa a evolução dos percentuais do Valor Econômico Agregado relacionado com o capital total aplicado na empresa, o valor adicionado.

Gráfico 03 – Valor Adicionado aos Acionistas da Empresa Gerdau S.A.



Fonte: O autor.

É possível verificar com o gráfico 03 que a Gerdau S.A. no período posterior ao CSC criou maior valor aos seus acionistas do que no período em que não tinha o Centro em sua estrutura organizacional. A empresa conseguiu criar maior valor tanto para a empresa como um todo (EVA), quanto para seu acionista no período pós CSC.

A empresa apresentou um valor adicionado médio de -3,67% no período antes do CSC, em contrapartida, no período posterior atingiu um valor adicionado médio positivo de 0,89%, conseguindo assim, atender e superar as expectativas de seus acionistas.

4.1.3 Empresa Embraer S.A.

A implantação do Centro de Serviços Compartilhados na empresa Embraer S.A. ocorreu no ano de 2009. Sendo assim, os anos considerados para o estudo compreenderam de 2004 a 2007 como período pré implantação e de 2011 a 2014 o período pós implantação.

Nestes períodos, a empresa apresentou os seguintes resultados no que se refere aos índices fundamentalistas calculados:

Tabela 10 - Índices Fundamentalistas da Empresa Embraer S.A.

ANO	COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO (06)	LIQUIDEZ SECA (07)	GIRO DO ATIVO (08)	RETORNO DO ATIVO TOTAL (09)
2004	2,21	1,16	0,72	8,91
2005	2,59	1,18	0,54	4,32
2006	2,23	0,90	0,51	3,94
2007	1,98	0,92	0,64	4,25
MÉDIA	2,25	1,04	0,60	5,36
2011	1,95	1,02	0,59	1,03
2012	1,91	1,15	0,63	3,60
2013	1,87	1,20	0,57	3,31
2014	1,77	1,33	0,54	2,99
MÉDIA	1,87	1,18	0,58	2,73

Fonte: O autor

Com o auxílio da tabela 10 é possível verificar uma diminuição da participação do capital de terceiros em relação ao capital próprio da empresa. O índice de composição do endividamento registrou nos anos após a implantação do CSC valores a baixo de 2,0, resultado este encontrado em apenas um dos quatro anos analisados no período anterior.

No que se refere a capacidade de pagamento de curto prazo, calculada pela liquidez seca, a companhia apresentou uma melhora, alcançando uma média de 1,18 no período posterior ao Centro de Serviços Compartilhados, em contrapartida a 1,04 do período pré implantação.

Pode-se dizer que a Embraer S.A. não apresentou mudanças significativas quanto a eficiência no uso de seus ativos disponíveis, pois os dois períodos registraram quase o mesmo valor médio neste indicador, sendo o período anterior ao CSC superior em 3,00%.

A rentabilidade dos ativos da empresa mostraram uma queda de 48,96% o comparar os dois períodos. Antes da implantação a companhia registrou um somatório de 21,42, já no período posterior este somatório ficou em 10,93.

O giro e o retorno do ativo total da Embraer S.A. alcançaram melhores resultados no período anterior a implantação do Centro de Serviços Compartilhados da companhia, isso não significa que este foi o período em que a empresa mais criou valor a ela e a seus acionistas. A fim de verificar esta questão, a tabela 11 mostra os valores atingidos pela empresa no mesmo período mas no que se refere ao Valor Econômico Agregado (EVA).

Tabela 11 - Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Embraer S.A.

ANO	LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO (em bilhões)	WACC	CAPITAL TOTAL (em bilhões)	EVA (em bilhões)
2004	R\$ 1,41	4,34%	R\$ 14,18	R\$ 0,79
2005	R\$ 0,62	3,96%	R\$ 16,98	-R\$ 0,05
2006	R\$ 0,38	18,74%	R\$ 16,29	-R\$ 2,68
2007	R\$ 0,36	19,43%	R\$ 15,66	-R\$ 2,68
MÉDIA	R\$ 0,69	11,62%	R\$ 15,78	-R\$ 1,15
2011	R\$ 0,31	7,97%	R\$ 16,62	-R\$ 1,01
2012	R\$ 0,69	2,97%	R\$ 19,39	R\$ 0,12
2013	R\$ 1,04	5,10%	R\$ 23,76	-R\$ 0,17
2014	R\$ 0,93	4,13%	R\$ 27,65	-R\$ 0,21
MÉDIA	R\$ 0,74	5,05%	R\$ 21,85	-R\$ 0,32

Fonte: O autor

Conforme exposto na tabela 11, os dois últimos anos do período pré CSC, 2006 e 2007, registraram os maiores volumes de destruição de Valor Econômico Agregado (EVA) registrado, somando uma perda de pouco mais de 5 bilhões de reais.

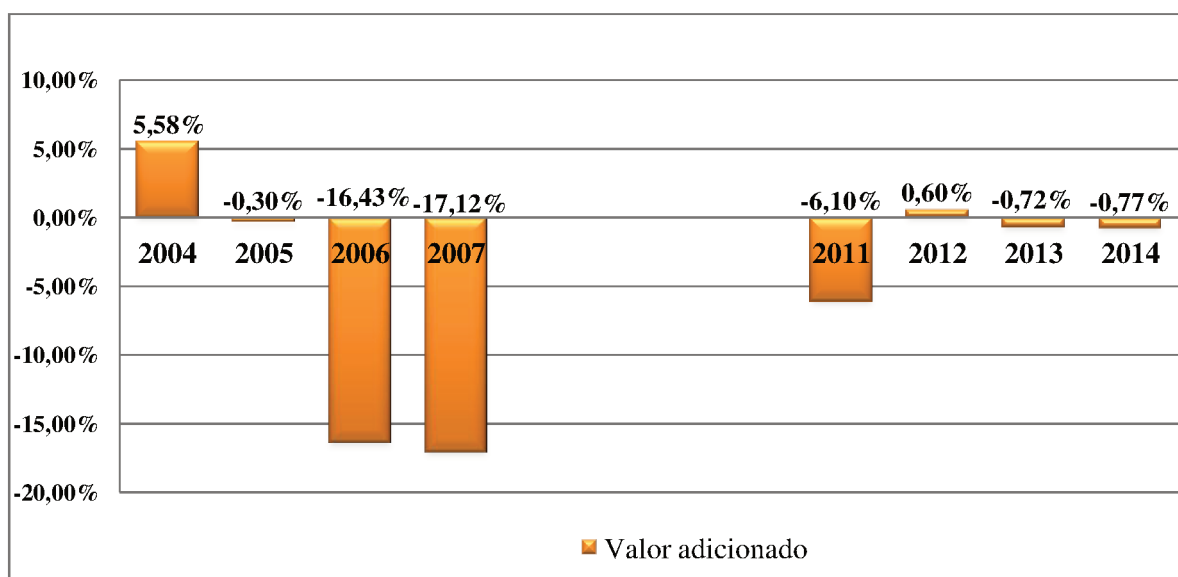
O ano de 2007 foi o pior ano da Embraer S.A. quanto a criação de valor econômico agregado, registrando uma destruição de valor de aproximadamente 3 bilhões de reais. O lucro operacional líquido no ano foi o segundo mais baixo dos 8 anos analisados, além disso, o custo ponderado de capital atingiu o ápice de 19,43%, contribuindo assim, para o péssimo resultado no ano.

Comparando o somatório dos períodos pré e pós o Centro de Serviços Compartilhados a empresa apresenta em ambos valor negativo para o EVA. O período pré implantação somou uma destruição de aproximadamente 5 bilhões de reais e o período posterior somou uma destruição de pouco mais de 1 bilhão de reais.

Mesmo apresentando um somatório negativo para o EVA, o período pós CSC conseguiu uma melhora nos resultados se comparado ao período anterior, minimizando em 72,21% o montante de valor que estava sendo destruído.

Desta forma, a Embraer S.A. melhorou os valores referente a criação de Valor Econômico Agregado (EVA) no período pós implantação do Centro de Serviços Compartilhados, mas não significando que este tenha sido para o acionista o melhor período.

O gráfico 04 apresenta o valor adicionado em relação ao capital total investido na empresa, onde ficará mais visível a agregação de riqueza ao acionista.

Gráfico 04 – Valor Adicionado aos Acionistas da Empresa Embraer S.A.

Fonte: O autor.

No que tange a criação de valor, a companhia não conseguiu nem ao menos atingir as expectativas de seus acionistas, mas conseguiu uma melhora no período após a implantação do CSC. Mesmo assim, o valor adicionado não registrou em média valores positivos, continuou destruindo valor.

Antes do CSC a companhia registrou uma média de -7,07% e após sua implantação de -1,75%, mostrando uma minimização de perda de 75,25%. Portanto, a Embraer S.A. conseguiu conciliar uma melhora tanto para a empresa, quanto para seus acionistas no período em que o Centro de Serviços Compartilhados já estava instalado na companhia, mas não foi capaz de contribuir para enriquecer seus investidores, superando suas expectativas.

4.1.4 Empresa Braskem S.A.

A empresa Braskem S.A., assim como a Embraer S.A., implantou seu Centro de Serviços Compartilhados no ano de 2009. Assim, os anos contabilizados para o estudo compreenderam de 2004 a 2007 e de 2011 a 2014.

Nestes períodos, a empresa obteve os seguintes resultados no que se refere aos índices fundamentalistas calculados:

Tabela 12 - Índices Fundamentalistas da Empresa Braskem S.A.

ANO	COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO (06)	LIQUIDEZ SECA (07)	GIRO DO ATIVO (08)	RETORNO DO ATIVO TOTAL (09)
2004	2,56	0,84	0,82	4,80
2005	2,44	0,96	0,84	3,67
2006	2,78	0,76	0,80	0,62
2007	2,63	0,73	0,85	2,62
MÉDIA	2,60	0,82	0,83	2,93
2011	2,84	0,72	0,89	-1,38
2012	3,80	0,68	0,86	-1,79
2013	5,41	0,73	0,85	1,05
2014	7,18	0,67	0,93	1,47
MÉDIA	4,81	0,70	0,88	-0,16

Fonte: O autor

O índice de composição de endividamento mostra claramente que a empresa apresentou um aumento da relação entre o capital de terceiros e capital próprio disponíveis, atingindo sua maior relação no ano de 2014 com 7,18.

No que se refere a capacidade de pagamento de curto prazo, a companhia apresentou uma queda de 14,72% após implantar o Centro de Serviços Compartilhados em sua estrutura organizacional se comparado ao período anterior.

Conforme expressado pelo índice de liquidez seca, a Braskem S.A. apresentou uma leve melhora em sua eficiência de utilizar seus ativos a fim de contribuir para as vendas, registrando antes do CSC uma média de 0,83 e posteriormente, uma média de 0,88.

Quanto a rentabilidade da empresa para gerar lucros com os ativos disponíveis, o período pré implantação se apresentou muito superior ao pós implantação, registrando 94,38% a mais de retorno.

Conforme a tabela 12, a Braskem não conseguiu, num geral, melhorar seus indicadores fundamentalistas após implantar o Centro de Serviços Compartilhados, piorou sua capacidade de pagamento e apresentou uma queda visível no retorno de seus ativos.

Por meio da tabela 13, será possível verificar sua capacidade de gerar Valor Econômico Agregado (EVA), neste mesmos períodos.

Tabela 13 - Valor Econômico Agregado (EVA) da Empresa Braskem S.A.

ANO	LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO (em bilhões)	WACC	CAPITAL TOTAL (em bilhões)	EVA (em bilhões)
2004	R\$ 1,95	13,80%	R\$ 14,89	-R\$ 0,11
2005	R\$ 1,28	13,55%	R\$ 15,59	-R\$ 0,83
2006	R\$ 1,04	19,05%	R\$ 16,30	-R\$ 2,06
2007	R\$ 1,10	11,72%	R\$ 20,89	-R\$ 1,35
MÉDIA	R\$ 1,34	14,53%	R\$ 16,92	-R\$ 1,09
2011	R\$ 2,29	12,24%	R\$ 37,35	-R\$ 2,28
2012	R\$ 2,33	16,86%	R\$ 41,16	-R\$ 4,61
2013	R\$ 2,28	7,45%	R\$ 48,35	-R\$ 1,32
2014	R\$ 3,12	9,66%	R\$ 49,42	-R\$ 1,66
MÉDIA	R\$ 2,50	11,55%	R\$ 44,07	-R\$ 2,47

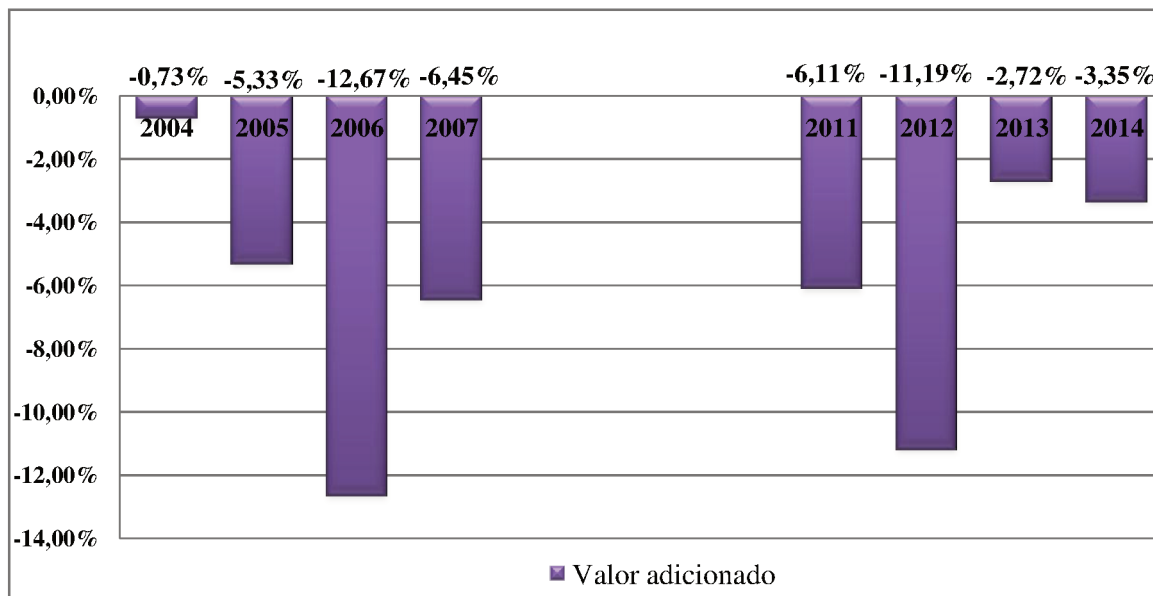
Fonte: O autor

Conforme exposto na tabela 13, em nenhum dos anos analisado a Braskem S.A. apresentou valores positivos quanto a agregação de valor econômico. Sendo assim, a empresa não conseguiu proporcionar um montante do lucro suficiente para remunerar o capital de terceiros e capital próprio empregado.

No ano de 2012 a empresa apresentou seu pior momento de destruição de valor econômico agregado, registrando um montante de aproximadamente 5 bilhões de reais. Contribuindo para este resultado, é possível verificar que o lucro operacional líquido estava em ascensão, registrando um valor um pouco maior de 2 bilhões de reais, o segundo maior dos anos analisados. Mas em contrapartida, o capital total aplicado também se apresentava crescente e o custo ponderado do capital (WACC) foi o segundo maior registrado, sendo este de 16,86%.

Portanto, a companhia não mostrou-se eficiente na criação de riquezas nos períodos analisados, obtendo resultados fortemente negativos. O período pré implantação conseguiu ainda se sobressair quanto a minimização da destruição de valor, atingindo um somatório de pouco mais de -4 bilhões de reais, em contrapartida a aproximadamente -10 bilhões de reais do período posterior. Sendo assim, após o CSC a empresa apresentou um aumento de 126,59% na destruição de Valor Econômico Agregado (EVA).

Com o auxílio do gráfico 05, será possível verificar a relação entre o EVA e o capital total investido na empresa para os períodos analisados.

Gráfico 05 – Valor Adicionado ao Acionista Braskem S.A.

Fonte: O autor.

No ano de 2006, é possível verificar a maior queda do valor adicionado ao acionista, com uma porcentagem de -12,67, acompanhado pelo ano de 2012, com -11,19%. Conforme o gráfico 05, a companhia não conseguiu registrar em nenhum ano valor positivo quanto ao valor adicionado ao acionista, ou seja, não se mostrou eficiente para no mínimo atender as expectativas de seus investidores.

Mas diferentemente do verificado na tabela 13, o período pós implantação do Centro de Serviços Compartilhados se apresentou uma leve melhora quanto a minimização da destruição de valor para os acionistas do que o período anterior, registrando uma redução média de 7,15% em seu valor adicionado.

Esta diferença de percepção entre os períodos no que se refere ao EVA e ao valor adicionado ocorre por se relacionar o valor criado com o total de capital investido na empresa. Neste caso, a Braskem S.A. apresentou um aumento maior de capital total investido do que de destruição de riquezas, contribuindo assim, para que no período pós CSC o valor adicionado fosse inferior ao registrado de 2004 a 2007.

4.2 ANÁLISE COMPARATIVA DA AMOSTRA

Na seção anterior foi possível verificar os desempenhos individuais das empresas participantes da amostra, por meio de gráficos e tabelas. Como um dos objetivos deste estudo é realizar uma comparação entre os resultados obtidos no período pré e pós implantação dos Centros de Serviços Compartilhados, esta parte do trabalho irá expor a compilação destes resultado.

Sabendo que as empresas da amostra instalaram seus Centros de Serviços Compartilhados em anos distintos, a comparação entre elas se dará pelos períodos, antes e depois do CSC, não sendo analisado ano a ano. Primeiramente serão expostos os resultados médios de cada índice fundamentalista calculado e posteriormente, as porcentagens médias do valor adicionado ao acionista.

4.2.1 Resultados dos Índices Fundamentalistas

O índice de composição do endividamento apresenta a relação entre o capital de terceiros e capital próprio de cada empresa, sendo possível perceber qual o relacionamento entre estes dois capitais disponíveis na companhia. A tabela 14 apresenta os valores médios registrados pelas respectivas empresas quanto a composição do endividamento nos períodos pré e pós CSC.

Tabela 14 – Composição do Endividamento (06)

PRERÍODO	VALE S.A.	GERDAU S.A	EMBRAER S.A	BRASKEM S.A
PRÉ	1,43	2,64	2,25	2,60
PÓS	0,80	1,38	1,87	4,81

Fonte: O autor

Considerando todas as empresas da amostra, o período pós implantação do Centro de Serviços Compartilhados apresentou uma diminuição na relação capital de terceiros e capital próprio. A maioria das empresas apresentou uma maior participação do capital próprio do que de terceiros em sua composição, apenas a Braskem S.A. registrou um aumento de 84,82% neste indicador.

Quanto ao índice de liquidez seca, que expressa a capacidade de pagamento das empresas no curto prazo, a tabela 15 apresenta sua evolução nas empresas elencadas para a amostra.

Tabela 15 – Liquidez Seca (07)

PRERÍODO	VALE S.A.	GERDAU S.A	EMBRAER S.A	BRASKEM S.A
PRÉ	0,99	0,73	1,04	0,82
PÓS	1,54	1,39	1,18	0,70

Fonte: O autor

Por meio dos valores registrados na tabela acima, é possível perceber que três das quatro empresas estudadas apresentaram uma melhora em seus resultados com o passar dos anos. A Gerdau S.A. se destacou por alcançar um aumento de 89,66% em sua capacidade de pagamento, possuindo maior valor a receber do que a pagar no curto prazo.

A única empresa que registrou uma piora neste indicador foi a Braskem S.A., após a implantação do CSC, a companhia reduziu em 14,72% sua capacidade de pagamento de curto prazo.

Comparando os dois períodos, em geral as empresas conseguiram melhorar seu indicador de liquidez seca após a implantação dos Centro de Serviços Compartilhados em suas estruturas organizacionais, passando maior credibilidade a seus credores.

Tabela 16 – Giro do Ativo (08)

PRERÍODO	VALE S.A.	GERDAU S.A	EMBRAER S.A	BRASKEM S.A
PRÉ	0,56	0,81	0,60	0,83
PÓS	0,36	0,69	0,58	0,88

Fonte: O autor

A tabela 16 apresenta os valores referentes ao índice giro do ativo registrado pelas empresas da amostra no período pré e pós o CSC.

Conforme exposto, a maioria das empresas registrou queda quanto a sua eficiência no uso de seus ativos de forma a contribuir para as vendas, sendo a empresa Braskem a única a alcançar uma melhora neste indicador.

Contudo, o período em que os Centro de Serviços Compartilhados das empresas já estavam inseridos em suas estruturas, não apresentou um aumento na eficiência no uso dos ativos a fim de promover as vendas das companhias.

No que se refere ao retorno do ativo total, que mede a rentabilidade da empresa quanto a geração de lucros com os ativos que possui disponíveis, a tabela 17 retrata os valores registrados deste indicados para as empresas e os períodos analisados.

Tabela 17 – Retorno do Ativo Total (09)

PRERÍODO	VALE S.A.	GERDAU S.A	EMBRAER S.A	BRASKEM S.A
PRÉ	14,14	9,35	5,36	2,93
PÓS	9,76	5,14	2,73	-0,16

Fonte: O autor

Comparando o período pré e pós implantação do CSC, percebe-se que todas as empresas apresentaram perda quanto a este indicador, ou seja, diminuíram sua rentabilidade quanto a geração de lucros. A empresa Braskem S.A. apresentou a maior perda sobre o retorno do ativo total, registrando uma diminuição de 105,62%.

Sendo assim, o período posterior ao CSC não favoreceu as empresas no que se refere ao aumento do retorno do ativo total, o que não significa uma perda na capacidade da empresa em criar valor.

Portanto, com base nos indicadores fundamentalistas elencados e a amostra delimitada, o período posterior a implantação dos Centro de Serviços Compartilhados não contribuiu para uma melhora geral dos indicadores das empresas. A maioria delas conseguiu diminuir a relação de capital de terceiros e capital própria da empresa e aumentar a capacidade de pagamento de curto prazo, mas também tiveram uma perda quanto ao giro e ao retorno dos ativos.

Assim, não foi possível verificar, por meio destes indicadores, uma melhora contínua nas empresas após inclusão dos Centro de Serviços Compartilhados em suas estruturas organizacionais.

Como estes resultados não conseguem exprimir a verdadeira capacidade das empresas em gerar riquezas, será apresentado a seguir os resultados obtidos quanto ao valor agregado por elas no mesmo período.

4.2.2 Resultados do Valor Econômico Agregado (EVA)

Na seção anterior foi verificado o desempenho da amostra quanto aos índices fundamentalistas calculados. Como o cálculo do Valor Econômico Agregado (EVA) é mais complexo e mais fiel no que se refere a criação de valor, esta parte do estudo apresentará os resultados obtidos quanto a criação de riqueza aos acionistas.

A tabela 18 expressa os resultados das empresas quanto ao somatório do Valor Econômico Adicionado para o período pré e pós implantação do CSC.

Tabela 18 – Somatório do Valor Econômico Agregado (EVA)

PRERÍODO	VALE S.A. (em bilhões)	GERDAU S.A. (em bilhões)	EMBRAER S.A. (em bilhões)	BRASKEM S.A. (em bilhões)
PRÉ	R\$ 5,18	-R\$ 1,80	-R\$ 4,62	-R\$ 4,35
PÓS	R\$ 12,41	R\$ 6,27	-R\$ 1,28	-R\$ 9,86

Fonte: O autor.

Com base na tabela 18 é possível perceber que antes da implantação do CSC, apenas a Vale S.A. apresentava valor positivo do EVA, ou seja, a única que estava criando valor, as demais empresas operavam destruindo riqueza.

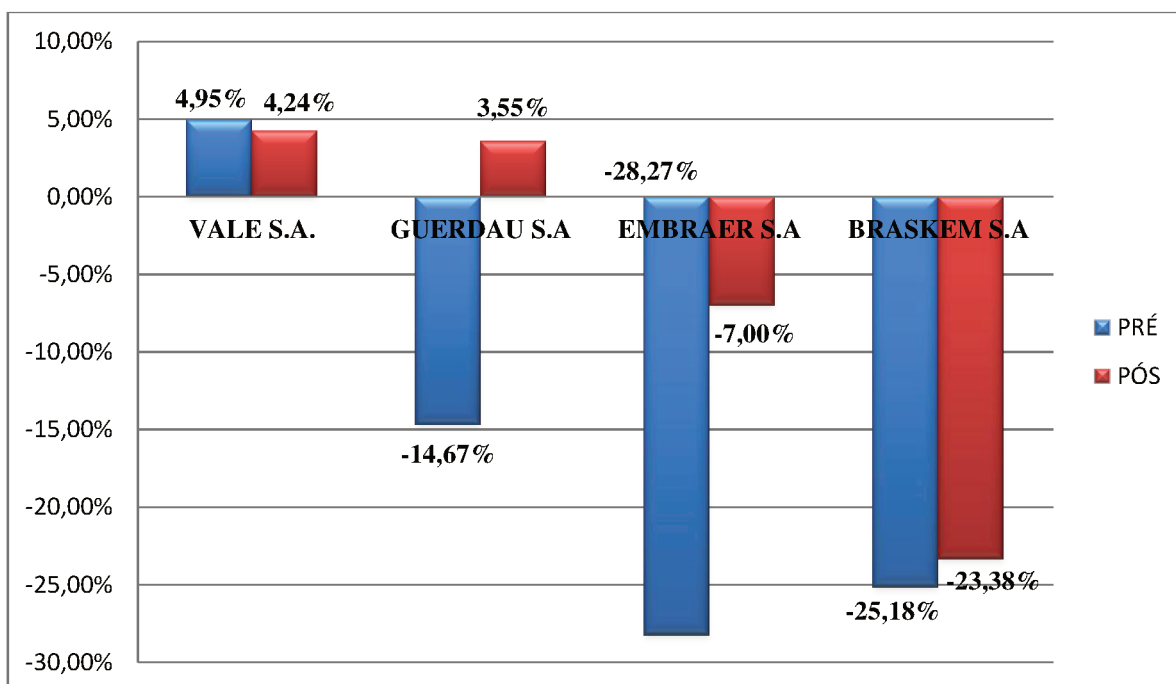
No período pós CSC, a empresa Vale S.A. continuou registrando valores positivos e crescente para a agregação de valor, neste período, a empresa Gerdau S.A. também operou criando riquezas. As empresas Embraer S.A. e Braskem S.A. nem nenhum dos períodos apresentaram valores positivos para o EVA.

A empresa que atingiu o melhor desempenho na criação de valor entre os períodos analisados foi a Gerdau S.A, passando de destruidora de valor para agregadora de valor após a implantação do Centro de Serviços Compartilhados, com um aumento de 447,95%.

A Embraer S.A continuou registrando valor negativo para o EVA no período pós CSC, mas conseguiu diminuir o montante destruído em 72, 21%. O que não pôde ser verificado com a empresa Braskem S.A., a companhia apresentou valores negativos nos dois períodos mais com um agravamento de 126,59% na perda de riqueza.

O gráfico 06 expressa o somatório de valor adicionado ao capital investido nas empresas para os dois períodos em análise. Assim, ficará mais visível a porcentagem de valor adicionado ao capital dos acionistas pelas empresas.

Gráfico 06 – Somatório do Valor Adicionado



Fonte: O autor

Conforme o gráfico 06, os valores adicionados ao capital dos acionistas da empresa Vale S.A. foram positivos para os dois períodos, mas apresentaram uma leve queda no período pós CSC.

Os acionistas da Gerdau S.A. passaram de uma posição negativa de valor adicionado de 14,67% no período anterior ao Centro de Serviços Compartilhados e atingiram o valor positivo de 3,55%, apresentando a melhor recuperação quanto a criação de riqueza.

As empresas Embraer S.A. e Braskem S.A. continuaram destruindo valor para seus acionistas nos períodos analisados, ambas reduziram suas perdas, mas não atingiram níveis positivos de criação de valor. Dentre as duas empresas, a Embraer S.A. foi a que mais conseguiu minimizar a destruição de riqueza, obtendo uma melhora de 75,25%.

Comparando os dois períodos, todas as empresas participantes da amostra conseguiram pelo menos melhorar seus somatórios de valor adicionado para os acionistas, mesmo que não tenham atingido níveis positivos, mas diminuíram seu poder de destruição.

As empresas Vale S.A. e Gerdau S.A. representam os 50% da amostra que criaram valor aos seus acionistas após a implantação dos CSC, sendo a Vale S.A. a mais agregadora de

valor, com 4,24%. Ao mesmo tempo que a Gerdau S.A. apresentou uma virada em relação ao valor adicionado, deixando de ser destruidora para ser criadora de riquezas.

No que tange ao valor adicionado aos acionistas das empresas analisadas, o período pós implantação dos Centro de Serviços Compartilhados apresentou melhores resultados do que o período em que as empresas não possuíam CSCs, mesmo algumas delas apresentando valor adicionado negativo.

Ressalta-se que os resultados obtidos a fim de comparação, não são justificados pela existência do CSC nas companhias, pois inúmeras variáveis internas e externas à empresa contribuem para o seu desempenho. A implantação do CSC foi utilizado como delimitador para comparação de desempenho entre os períodos, mas não legitimador de seus resultados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os Centros de Serviços Compartilhados são considerados tendência mundial por apresentar-se como forma de obtenção de vantagens competitivas e principalmente, de criação de valor para os acionistas. A transformação das atividades meio, vistas como não agregadoras de valor, em atividades fim de uma empresa semi ou totalmente autônoma a companhia, proporciona uma economia com gastos desnecessário e serviços de altíssima qualidade. Além disso, viabilizam à companhia uma maior disponibilidade de tempo e recursos para o desempenho de sua atividade central, contribuindo para a geração de riquezas.

Tendo em vista que a criação de valor é o objetivo primordial de toda empresa, visando a remuneração de seus acionistas, sua mensuração deve ser constantemente acompanhada e analisada a fim de auxiliar nas decisões e na verificação de sua efetividade.

O intuito deste trabalho foi observar e analisar o desempenho econômico, quanto a criação de valor, de uma amostra de empresas, antes e depois da implantação de Centro de Serviços Compartilhados em suas estruturas organizacionais. Como as empresas selecionadas implantaram seus CSCs em anos distintos, foi desenvolvida uma metodologia para possibilitar a comparação entre os períodos pré e pós CSC, tendo como base o ano de sua implantação.

A fim de confrontar os dois períodos de análise, inicialmente foi realizada a comparação dos indicadores fundamentalistas selecionados para a amostra de empresas. Assim, foi possível verificar que o período posterior a implantação dos Centro de Serviços Compartilhados não foi constatada uma melhora em todos os indicadores das empresas. A maioria delas conseguiu diminuir a relação de capital de terceiros e capital própria da empresa e aumentar a capacidade de pagamento de curto prazo, mas registraram uma perda quanto ao giro e ao retorno dos ativos.

Como o objetivo principal deste trabalho se refere a criação de valor e os indicadores fundamentalistas não conseguem o expressar fielmente, utilizou-se para este fim, a ferramenta de Valor Econômico Agregado (EVA), a mais eficiente e recomendada para o cálculo de criação de valor. Quanto aos resultados alcançados pelas empresas, foi verificado que antes do CSC apenas 25% das empresas estava criando valor, ou seja, possuía valores positivos para o EVA. No período posterior, este número aumentou para 50% e mesmo as empresas que não atingiram eficiência na criação de valor, conseguiram diminuir seu poder de destruição neste período.

Após o cálculo do Valor Econômico Agregado (EVA) da amostra para os períodos analisados, calculou-se o valor adicionado para os acionistas, relacionando o EVA com o

capital total da empresa. Verificou-se uma melhora no valor adicionado aos acionistas no período posterior a implantação dos Centro de Serviços Compartilhados, apenas 25% da amostra registrou diminuição em seu desempenho na comparação dos períodos, mas registrou valores positivos de agregação.

Concluiu-se então que, as empresas participantes da amostra obtiveram uma melhora de seu desempenho quanto a criação de valor e ao valor adicionado a seus acionistas no período posterior a implantação do Centro de Serviços Compartilhados. Mesmo as empresas que neste período destruíram riqueza, conseguiram diminuir tal destruição em comparação com o período anterior. É importante frisar que os resultados obtidos não são justificados pela implantação dos Centro de Serviços Compartilhados, pois inúmeras variáveis, internas e externas a empresa, influenciam seu poder de criação de valor.

Contudo, este trabalho conseguiu atingir os objetivos propostos e responder ao problema de pesquisa norteador do estudo. Foram verificadas limitações quanto a escassez de informações sobre empresas que adotam Centro de Serviços Compartilhados, sendo necessário pesquisa individual das empresas para constatação.

Como sugestão para estudos futuros poderiam ser utilizadas além da ferramenta EVA, outras que também possuam como finalidade a verificação de criação de valor nas empresas, como o VPL e o MVA, a fim de comparar seus resultados.

6 REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2009. 584 p.

ANGELONI, Maria Terezinha; MUSSI, Clarissa Carneiro (Org.). **Estratégias: Formulação, Implementação e Avaliação**. São Paulo: Saraiva, 2008. 297 p.

ARRUDA, Giovana Silva de; MADRUGA, Sergio Rossi; FREITAS JUNIOR, Ney I. de. A Governança Corporativa e a Teoria da Agência em Consonância com a Controladoria. **Revista ADM**, Santa Maria/RS, v. 1, n. 1, p.71-84, jan. 2008. Quadrimestral. Disponível em: <<http://cascavel.ufsm.br/revistas/ojs-2.2.2/index.php/reaufsm/article/view/570/430>>. Acesso em: 10 out. 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2012. 762 p.

BOLFE, Camila. **Governança Corporativa brasileira e suas implicações no interesse dos investidores, na valorização das companhias e no custo de captação de recursos**. 2014. 97 f. Monografia (Especialização) - Curso de Contabilidade, Departamento de Contabilidade, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/123317>>. Acesso em: 10 maio 2015.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. São Paulo, Editora Bookman, 2003.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013. 876 p. Tradução: Celso Roberto Paschoa.

BM&FBOVESPA; (Brasil). **O que são Segmentos de Listagem**. 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 05 nov. 2014.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.; SILVA, Roberto da. **Metodologia Científica**. 6ª Ed., São Paulo, Editora Pearson, 2007.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499 p.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Reflexão sobre as funções da Governança Corporativa. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 1, n. 13, p.43-55, jan. 2006. Trimestral. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36549/39270>>. Acesso em: 05 maio 2015.

COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos (Org.). Introdução: Por Que Política de Competitividade Hoje. In: COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos (Org.). **Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira**. 3. ed. Campinas/SP: Unicamp, 1995. p. 29-64.

DELOITTE. **Centros de Serviços Compartilhados:** Tendências em um modelo de gestão cada vez mais comum nas organizações.. 2008. Disponível em: <http://www.deloitte.com.br/publicacoes/2007/Pesquisa_CSCs.pdf>. Acesso em: 06 set. 2014.

EHRBAR, Al. **EVA: Valor Econômico Agregado:** A verdadeira chave para a Criação de Riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. 183 p.

GIL, Antônio Carlos. **Técnicas de Pesquisa em Economia e Elaboração de Monografias.** 4. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2002.

IBGC (Brasil). **Origem da Governança Corporativa.** 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 15 out. 2014.

_____. **Princípios Básicos.** 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163>>. Acesso em: 15 out. 2014.

_____. **Relatório Anual 2013:** Novas Fronteiras de Governança. 2013. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/RA_2013.pdf>. Acesso em: 07 nov. 2014.

MAGALHÃES, Carlos. **Tendências de Evolução dos Centros de Serviços Compartilhados:** Brasil e América Latina. São Paulo: XCellence & Co, 2012. 24 p.

_____. **Como Alcançar Vantagem Competitiva através de Centro de Serviços Compartilhados:** Estratégia para maximizar o valor em sua organização. São Paulo: All Print, 2013. 246 p.

MARTINEZ, Antonio L. Agency Theory na Pesquisa Contábil. In: Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Contabilidade, 22., 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

MARTINS, Vicente de Paula; AMARAL, Francisco Piedade. A Consolidação da Prática de Serviços Compartilhados. **Egesta**, Santos/SP, v. 4, n. 1, p.158-189, jan. 2008. Trimestral. Disponível em: <<http://www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/142.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2014.

MARTINS, Henrique Cordeiro; MOURA, Myrian Teixeira; MESQUITA, José Marcos Carvalho de. ESCRITÓRIOS DE PROJETOS COMO RESPOSTA ESTRATÉGICA DA ORGANIZAÇÃO: UM ESTUDO DE CASO NA VALE. **Revista de Gestão e Projetos**, São Paulo, v. 2, n. 2, p.26-54, 28 dez. 2011. DOI: 10.5585/gep.v2i2.33. Disponível em: <<http://www.revistagep.org/ojs/index.php/gep/article/view/33/265>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. Divulgação da Informação Contábil, Governança Corporativa e Controle Organizacional: Uma Relação Necessária. **Universo Contábil**, Blumenau/SC, v. 4, n. 3, p.25-47, jul. 2008. Trimestral.

PANCHER, Marcelo Scopinho. **Utilização do EVA® como Ferramenta de Gestão:** Um caso prático de implantação no setor de construção pesada. 2002. 83 f. TCC (Graduação) - Curso de Administração, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São

Paulo, 2002. Disponível em:

<http://www.ead.fea.usp.br/TCC/trabalhos/TCC_MarceloSP.pdf>. Acesso em: 27 mar. 2015.

ROCHA, Irani et al. Análise da Produção Científica sobre Teoria da Agência e Assimetria da Informação. **Rege**, São Paulo/SP, v. 19, n. 2, p.329-342, abr. 2012. Trimestral. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/1202.pdf>>. Acesso em: 12 out. 2014.

RODRIGUES, Suzana Braga (Org.). **Competitividade, Alianças Estratégicas e Gerência Internacional**. São Paulo: Atlas, 1999. 273 p.

SCHULMAN, Donniel S. et al. **Shared Services: Serviços Compartilhados**. São Paulo: Makron Books, 2001. 280 p.

SILVA, José Alberto Teixeira da; SANTOS, Roberto Fernandes dos; SANTOS, Neusa Maria Bastos F.. **Criando Valor com Serviços Compartilhados: Aplicação do Balanced Scorecard**. São Paulo: Saraiva, 2006. 180 p.

STEER, Michael J.; BHANDAL, Papinda. Sucesso em Serviços Compartilhados: Parceria entre as linhas de valor do processo como chave para as organizações. **Shared Services News**, Rio de Janeiro, v. 31, n. 1, p.6-17, 29 jan. 2013. Disponível em: <https://www.institutodegestao.com.br/admin/_m2brupload/arquivos_artigos/55/SSNewsEdição31-JaneiroFevereiro2013.pdf>. Acesso em: 15 maio 2015.

VILLA, Marciano. **Níveis de Governança Corporativa: A Evolução no Valor de Mercado das Empresas**. 2009. 48 f. Monografia (Especialização) - Curso de Mercado de Capitais, Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

VISAGIO. **IEG Entrevista: Alfredo Zina**, diretor do CSC da Embraer. 2011. Disponível em: <<http://www.visagio.com/blog/2013/09/ieg-entrevista-alfredo-zina-diretor-do-csc-da-embraer/>>. Acesso em: 09 jul. 2015.

_____. **IEG Entrevista: Valdemir Ferreira**, diretor do CSC da Braskem. 2011. Disponível em: <<http://www.visagio.com/blog/2013/10/ieg-entrevista-valdemir-ferreira-diretor-do-csc-da-braskem/>>. Acesso em: 08 jul. 2015.